

ปัญหาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม กรณีส่งผลกระทบต่อนักลงทุน* (Backdoor Listing)

นิติวัชณ์ ยูติธรรมวงษ์**
Nitiwat Yuttithamwong

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยอ้อมเพื่อให้ผู้ที่ต้องการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเลือกรูปแบบการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ และอีกประเด็นที่ผู้เขียนสนใจศึกษาคือหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศไทยและต่างประเทศเพื่อหาแนวทางในการแก้ไขและนำมาปรับใช้ให้เหมาะสมกับบริบทที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยศึกษากรณีปัญหาที่เกิดขึ้นต่างๆ จากบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

จากการศึกษาพบว่า การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสองรูปแบบมีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกันแล้วแต่ว่าสถานการณ์และความพร้อมทางธุรกิจจะเอื้ออำนวยให้บริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ใช้วิธีการใดในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม หลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ยังเปิดช่องให้มีการหลบเลี่ยงการตรวจจับบริษัทที่

* บทความนี้เรียบเรียงจากวิทยานิพนธ์ เรื่อง ปัญหากฎหมายในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งได้ผ่านการสอบป้องกันวิทยานิพนธ์เรียบร้อยแล้ว โดยอาจารย์ที่ปรึกษา คือ อาจารย์ ดร.ประพนธ์ นุชเปี่ยม ส่วนคณะกรรมการสอบป้องกันวิทยานิพนธ์ 2 ท่าน คือ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. เสถียรภาพ นาคหลวง และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วริยา ล้ำเลิศ โดยอาจารย์ที่ปรึกษาร่วมเป็นคณะกรรมการการสอบป้องกันวิทยานิพนธ์ด้วย

** นักศึกษาในหลักสูตรนิติศาสตรมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

** Student, LL.D. Program, Faculty of law, National Institute of Development Administration (NIDA). E-mail: nitiwat.yut@gmail.com.

เข้าเกณฑ์การจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ทั้งหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมในประเทศไทยยังคงเปิดช่องทางให้บริษัทที่มีความต้องการเข้ามาหาประโยชน์จากความน่าเชื่อถือของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และใช้การเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ในการแสวงหาประโยชน์อันมิชอบโดยมิได้ต้องการเข้ามาเป็นบริษัทที่ต้องการระดมทุนจากประชาชนเพื่อหวังประโยชน์ในการขยายธุรกิจให้เติบโตมีความเจริญก้าวหน้าต่อไป

โดยผู้เขียนขอเสนอหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกณฑ์การตรวจจับการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม รวมถึงหลักเกณฑ์การควบคุมบริษัทที่เข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

คำสำคัญ: การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม, ตลาดหลักทรัพย์, สินทรัพย์

Abstract

The purpose of this article is to study laws relevant to “backdoor listing” of companies with the Stock Exchange of Thailand (SET) in order to provide information and guidance to applicants when selecting the method for registering their companies. The author also considers the criteria for backdoor listing in Thailand and other countries in order to find and apply guidelines in the context of the SET. The author undertakes several case studies involving the problems encountered by companies using the backdoor listing method.

The author concludes that both methods of registering companies with the SET have advantages and disadvantages depending on circumstances and the companies’ readiness for registration. However, the existing criteria provide opportunities for companies to avoid being detected as using the backdoor listing method. The criteria in Thailand still provided opportunities for companies to exploit the aura of reliability associated with companies registered with the SET and illegally take advantage of the benefits being registered with the SET without raising funds from people investors to expand their businesses.

The author provides suggestions for adjusting the criteria used to for checking the acquisitions of property by companies registered with the SET using the backdoor listing method as well as the criteria for controlling companies registering with SET using this method.

Keywords: backdoor listing, Stock Exchange of Thailand, properties

บทนำ

การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยสามารถทำได้ 2 วิธีคือการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง¹ ซึ่งต้องผ่านหลักเกณฑ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม² (backdoor listing) เป็นช่องทางอีกวิธีหนึ่งในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์³ ซึ่งใช้ระยะเวลาสั้นและใช้ค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง และ ยังเหมาะสมกับกิจการบางประเภทที่มีความจำเป็นจะต้องใช้ประโยชน์จากการเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาที่จำกัด ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (backdoor listing) ถือว่าเป็นประโยชน์อย่างมากต่อธุรกิจหลายประเภทรวมถึงประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ⁴

แต่อย่างไรก็ตามการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยอ้อม (backdoor listing) อาจเป็นช่องทางในการหาประโยชน์จากความน่าเชื่อถือของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมิได้มีเจตนาเพื่อระดมทุนจากประชาชนในการประกอบกิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์ทางธุรกิจอย่างแท้จริง แต่อาจใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้กับตนเองและพวกพ้องทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange

¹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ.2558

² ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547

³ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ศัพท์น่ารู้สำหรับผู้ลงทุน http://www.tsitailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=146&Itemid=1124, (last visited 3 November 2017).

⁴ กรุงเทพธุรกิจ, “ซีกกลุ่มฟื้นฟูเป่าแบ็คดอร์” <http://www.bangkokbiznews.com/news/detail/605280>, (last visited 18 November 2017)

of Thailand: SET) และการขายหุ้นนอกตลาดหลักทรัพย์ (Over the counter: OTC) ได้หากปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มูลเหตุจูงใจในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

1. แนวคิดในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นการเปิดโอกาสให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์อีกช่องทางหนึ่งโดยไม่ต้องผ่านเกณฑ์การตรวจสอบที่มีระยะเวลายาวนานและลดขั้นตอนบางอย่างโดยที่มีเหตุจำเป็น การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นแนวคิดมาจากการรวบรวมกิจการซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและนำไปสู่ประโยชน์หลายประการไม่ว่าจะเป็นประโยชน์ในการดำเนินงานและการเงินประโยชน์ในด้านการบริหารจัดการการใช้ทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพร่วมกับการเพิ่มอำนาจด้านการตลาดซึ่งมีผลทำให้ลดการแข่งขันและเพิ่มอำนาจต่อรองในการประกอบธุรกิจ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใช้ต้นทุนทางธุรกรรมที่น้อยกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงหลายด้านรวมถึงไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้กับผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ลดลงโดยผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจเป็นช่องทางที่สามารถหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดผลกระทบโดยตรงจากราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีความผันผวน

2. แนวคิดที่เกี่ยวข้องกับประโยชน์ด้านภาษี

แนวคิดด้านภาษีก็นับเป็นแนวคิดหนึ่งที่เกิดประโยชน์กับบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนที่ประสบปัญหาทางการเงินสามารถใช้ประโยชน์ทางภาษีได้ โดยการคิดรวมมูลทางบัญชีของบริษัทที่ประสบภาวะขาดทุนเพื่อให้บริษัทที่มีกำไรมากได้ธุรกิจใหม่แต่เสียภาษีน้อยลง การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจเป็นการเสริมสร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัทได้ผ่านทางการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งนอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้สนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นแล้วยังช่วยสร้างความเชื่อถือแก่ลูกค้าและสถาบันการเงินและยังเป็นการเพิ่มโอกาสทางการค้าและการต่อยอดธุรกิจในอนาคต

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมยังสามารถช่วยหาทางออกให้กับบริษัทที่กำลังประสบปัญหาทางธุรกิจเพื่อให้ยังคงเป็นบริษัทที่ยังคงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ต่อไปทั้งยังเป็นการส่งผลดีต่อผู้ถือหุ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่ถูกคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการเจ้าหนี้ได้รับประโยชน์จากการเข้ามาชำระหนี้โดยบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน ทำให้หุ้นของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวกลับมามีมูลค่าอีกครั้ง

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

1. ทฤษฎีว่าด้วยมูลเหตุจูงใจในการรวบรวมกิจการ

อาณัติ สัมคเดช⁵ ได้จำแนกทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์จุลภาคที่อธิบายแรงจูงใจในการครอบงำกิจการในมุมมองของผู้เข้าครอบงำกิจการไว้ 2 กลุ่มใหญ่ๆ ได้แก่

ทฤษฎีเกี่ยวกับการสร้างพลังผนึก (Synergy)

ได้แก่ทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theories) ทฤษฎีข้อมูลและการส่งสัญญาณ (Information and Signaling) ทฤษฎีเหล่านี้เสนอว่าผู้เข้าครอบงำกิจการมองเห็นโอกาสในการร่วมกิจการเพื่อใช้ทรัพยากรของทั้งสองบริษัทให้มีประสิทธิภาพมากที่สุดการครอบงำกิจการเป็นกลไกควบคุมและกระตุ้นให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพและทำให้ระบบเศรษฐกิจรวมเกิดประโยชน์สูงสุด

2. ทฤษฎีเกี่ยวกับปัญหาของตัวแทน (Agency problem)

ได้แก่ทฤษฎีว่าด้วยปัญหาของการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ (Agency Problem and Managerialism) สมมติฐานการจ่ายเงินส่วนเกินคืนแก่เจ้าของกิจการ (Free Cash Hypothesis) การรวมตัวเพื่อต่อต้านการค้า (Market Power) ปัจจัยด้านภาษี (Tax Consideration) และกลไกการโยกได้ความมั่นคงโดยอ้อม (Redistribution of Wealth)

ประโยชน์ของการครอบงำกิจการอาจเพื่อการครอบงำโดยการสร้างขนาดของเหตุการณ์ให้ใหญ่ขึ้นเพื่อประโยชน์ทางด้านสถานะทางสังคมหรือเพื่อต้องการความสามารถของผู้บริหารที่อยู่ในบริษัทที่ต้องการครอบงำกิจการหรือเพื่อให้เกิดความมั่นคงมากขึ้นทั้งยังเป็นการป้องกันไม่ให้บริษัทตัวเองถูกบริษัทอื่นครอบงำกิจการได้โดยง่ายเมื่อบริษัทมีความมั่นคงขึ้น

มูลเหตุจูงใจในการควบรวมกิจการ⁶

เพื่อเป็นการสร้างกำลังผลิตของกิจการการควบรวมกิจการทำให้กิจการเติบโตได้รวดเร็วกว่าการขยายกิจการของบริษัทเองการควบรวมกิจการบริษัทมีผลทำให้บริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นเป็นผลดีในด้านการระดมเงินทุนการควบรวมกิจการจะเป็นการแก้ปัญหาของธุรกิจแต่ละประเภทการควบรวมกิจการบริษัททำให้บริษัทมีกิจการที่หลากหลายมากขึ้นการควบรวมกิจการบริษัททำให้บริษัทสามารถรวบรวมบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถและคัดเลือกตัวผู้ชำนาญงานในด้านต่างๆมาอยู่รวมกันการควบรวมกิจการอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงทางกฎหมายและนโยบายการควบรวมกิจการเสมือนเป็นการหาพันธมิตรทางธุรกิจการควบรวมกิจการได้คุณประโยชน์ในเรื่องของภาษีอากร

⁵ อัญญา ชันวิทย์, การควบกิจการและการครอบงำกิจการ (กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540), หน้า 75.

⁶ กิตติพงศ์ อรุณพัฒน์พงศ์, รู้เพื่อจัดการควบรวมกิจการ: โอกาสของธุรกิจไทย (กรุงเทพมหานคร: บริษัทเมจิกเพรส จำกัด, 2549), หน้า 10.

แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

แนวคิดในการพิจารณาว่าธุรกรรมใดเป็นธุรกรรมที่เกิดจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแบ่งออกได้เป็น 2 แนวคิดหลักๆ ดังต่อไปนี้

1. แนวคิดเชิงรุกในการพิจารณาธุรกรรมที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Positive Listing Approach)

เป็นแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมที่เน้นการตรวจสอบถึงการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมโดยพิจารณาเกณฑ์ของขนาดสินทรัพย์เป็นหลัก หากขนาดของสินทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่า สินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนถือว่ามีเจตนาที่จะนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยไม่ได้พิจารณาถึงอำนาจควบคุมของบริษัทว่าเปลี่ยนแปลงไปหรือไม่ การพิจารณาธุรกรรมเชิงรุกนี้อาจไม่ได้ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมโดยมุ่งดูที่ขนาดธุรกรรมของสินทรัพย์เป็นหลัก

2. แนวคิดเชิงรับในการพิจารณาธุรกรรมที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Negative listing approach)

เป็นการพิจารณาโดยใช้เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมภายในหลังการเข้าทำรายการ โดยไม่เน้นการตรวจสอบว่าขนาดของสินทรัพย์ที่ได้รับมามีขนาดมากกว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่โดยเน้นการมีอำนาจบริหารจัดการบริษัทและความเป็นเจ้าของของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงหรือไม่ แนวคิดพิจารณาธุรกรรมเชิงรับนี้ จะเกิดประสิทธิภาพได้ดีในกรณีที่ไม่มีผู้ทำการแทนอยู่เบื้องหลังเพราะหากพิจารณาเพียงรายชื่อโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนแล้วอาจเกิดการใช้ชื่อบุคคลอื่นแทน แต่ผู้มีอำนาจควบคุมที่แท้จริงอาจสั่งการอยู่เบื้องหลังจึงจำเป็นต้องใช้ควบคู่กับแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมเชิงรุกจึงจะเกิดประสิทธิภาพสูงสุด

บทกฎหมายไทยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมและความแตกต่างของกฎหมายต่างประเทศ

1. ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย⁷

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor Listing) ได้มีการให้ความหมายว่าการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัทย่อย มีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่างๆของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเมื่อคำนวณมูลค่าตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แล้วทำให้

⁷ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ศัพท์น่ารู้เพื่อผู้ลงทุน,

http://www.tsithailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=146&Itemid=1124,

(last visited 3 November 2017).

สินทรัพย์ของบริษัทที่ได้มานั้นมีจำนวนเท่ากับหรือมากกว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมบริษัทจดทะเบียนจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมไปยังกลุ่มผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2. การเข้าทำรายการที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย⁸

บริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เข้าทำการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน จะถือว่าการถือที่เป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ กรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนแล้วส่งผลทำให้บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดของสินทรัพย์ตั้งแต่ร้อยละ 100 ขึ้นไป เมื่อนำมูลค่าสินทรัพย์ที่ได้มาเทียบกับสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน หรือการได้มาดังกล่าวนี้มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนอำนาจการควบคุมไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งการได้มาซึ่งสินทรัพย์มีผลทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนต้องถือหุ้นลดลงจนต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนที่ชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกันหรือเป็นผลให้มีการโอนอำนาจควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน การทำรายการซื้อขายสินทรัพย์ดังกล่าวย่อมถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม จัดเป็นรายการประเภทที่ 4 ตามข้อ 20 ของประกาศการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

เมื่อพิจารณาจาก ข้อ 20 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์จะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้เกณฑ์ในการพิจารณาการทำรายการที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมทั้งหมด 3 เกณฑ์ดังนี้

(1) เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์, (2) เกณฑ์อำนาจควบคุม, (3) เกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือ

โดยหากการทำรายการเข้าตามเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่งของทั้ง 3 เกณฑ์ที่กล่าวมาข้างต้นย่อมถือว่าการทำรายการอันเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

3. กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง⁹

กฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rules) กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market หรือ GEM) และกฎหมายควบรวมกิจการของฮ่องกง (Takeover Code) มีการให้ความหมาย เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

⁸ ความหมายตามข้อ 20 ของประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547.

⁹ Charlton, "Backdoor listing in Hong Kong" <http://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Backdoor-listing-in-Hong-Kong.pdf>, (last visited 1 December 2017).

บริษัทเขตปกครองพิเศษฮ่องกง (Reverse Takeover) หมายถึง การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในคราวเดียวหรือหลายคราวส่งผลให้เกิดความพยายามที่จะนำสินทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์อาจเป็นการหลีกเลี่ยงการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยการกำหนดความหมายทั่วไปไว้ใน ข้อ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rules) และข้อที่ 19.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market หรือ GEM)

ข้อ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rules) และข้อที่ 19.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market)

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหมายถึง

(a) การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากในคราวเดียวหรือหลายคราวส่งผลให้เกิดหรืออาจจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม

(b) การได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมากของบริษัทจดทะเบียนภายในระยะเวลา 24 เดือนโดยสินทรัพย์นั้นเป็นสินทรัพย์ที่มาจากกลุ่มบุคคลใด ๆ ที่มีความเกี่ยวพันกันส่งผลให้กลุ่มบุคคลนั้นได้ไปซึ่งอำนาจควบคุมบริษัทจดทะเบียนและการได้มาดังกล่าวไม่ถูกถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ข้อที่ 14.54 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rules) การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หากเข้าเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ต้องนำหลักทรัพย์หุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัทยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์เพื่อตรวจสอบเกณฑ์คุณสมบัติของหลักทรัพย์หุ้นสามัญโดยใช้เกณฑ์เดียวกันกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนเพื่อรับหลักทรัพย์ใหม่และการทำรายการดังกล่าวจะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

ข้อที่ 14.55 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rules) และข้อที่ 19.55 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market หรือ GEM)

ได้มีการกำหนดว่ารายการที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม ผู้ถือหุ้นที่สูญเสียอำนาจควบคุมไม่สามารถใช้สิทธิออกเสียงในการอนุมัติเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้

ข้อที่ 14.92 และ 14.93 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rules) และข้อที่ 19.91 และ 19.92 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market หรือ GEM)

ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนที่มีหุ้นเหลือหลังจากที่จำหน่ายจ่ายโอนให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่ ห้ามจำหน่ายจ่ายโอนหุ้นที่เหลือดังกล่าวภายในระยะเวลา 24 เดือนหลังจากที่บริษัทจดทะเบียนมีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมนอกจากสินทรัพย์ที่ได้รับเข้ามาของบริษัทจดทะเบียนผ่านเกณฑ์การรับหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นที่ได้รับหุ้นจากการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนและเป็นผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถโอนหุ้นให้กับบุคคลอื่นได้ภายในระยะเวลา 6 เดือนหลังจากที่มีการทำรายการดังกล่าว

ข้อที่ 26.1 กฎหมายควบรวมกิจการของฮ่องกง (Takeover Code) ผู้มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถใช้สิทธิออกเสียงไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมตั้งแต่ 30% ขึ้นไป

สรุปหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงมีหลักเกณฑ์ที่แตกต่างจากหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง มีหลักเกณฑ์ที่แตกต่างจากประเทศไทย ในส่วนที่เป็นสาระสำคัญดังต่อไปนี้

ระยะเวลาในการได้มาซึ่งทรัพย์สินของบริษัทจดทะเบียน ไม่ว่าจะคราวเดียวหรือหลายคราวภายในระยะเวลา 24 เดือนจากกลุ่มบุคคลหรือบุคคลโดยเมื่อพิจารณาขนาดของสินทรัพย์แล้วพบว่าเข้าหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ดุลพินิจว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ แม้ว่ากลุ่มบุคคลหรือบุคคลดังกล่าวไม่ได้มีอำนาจควบคุมก็ตาม

การพิจารณาอำนาจควบคุมตามหลักเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้หลักเกณฑ์การมีสิทธิออกเสียงในหุ้นมากกว่า 30% ของหุ้นทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียนผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียในการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถใช้สิทธิออกเสียงในการอนุมัติรายการการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวได้

การแสดงเจตนาเพื่อเข้าอนุมัติการทำรายการการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนอันส่งผลให้เกิดการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องแสดงเจตนาด้วยตัวเองในที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นเท่านั้นไม่สามารถใช้หนังสือแทนการแสดงเจตนาด้วยตัวเองได้ผู้ถือหุ้นเดิมที่จำหน่ายจ่ายโอนหุ้นให้กับผู้

ถือหุ้นรายใหม่ไม่สามารถโอนหุ้นส่วนที่เหลือให้กับบุคคลอื่นได้ภายในระยะเวลา 24 เดือนนับแต่หลักทรัพย์ดังกล่าวจะได้รับอนุมัติจากการยื่นรับหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว

4. กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศเกาหลีใต้

กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (KOSPI Market Listing Regulation) และกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (Enforcement Rules of KOSPI Market Listing Regulation)

กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (KOSDAQ Market Listing Regulation) และกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (Enforcement Rules of KOSDAQ Market Listing Regulation)

มีการให้ความหมายของการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ หมายถึงการที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เข้าทำรายการอาทิเช่นแลกหุ้นเข้าควบคุมกิจการเข้าซื้อกิจการหรือสินทรัพย์กับบริษัทที่มีใช้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมและบริษัทที่ได้มานั้นเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI หรือ KOSDAQ

มาตรา 2-2 (3) ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหมายถึงการที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์มากกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเดิมตั้งแต่ 5%ขึ้นไป กฎหมายให้ถือว่ามีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม¹⁰

มาตรา 2(4) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 18-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQกำหนดหลักเกณฑ์และคุณสมบัติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยให้บริษัทที่สามารถจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ต้องมีคุณสมบัติเช่นเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

มาตรา 4-4 ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 20(1) ข้อย่อยที่ 4 ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัทจดทะเบียนต้องเก็บหุ้นดังกล่าวเอาไว้ 1 ปีนับตั้งแต่ที่ได้รับการจดทะเบียน และสามารถโอนหุ้นในแต่ละเดือนไม่เกิน 5% ของหุ้นที่มีอยู่เริ่มแรกหลังจากผ่าน 6 เดือนนับตั้งแต่วันที่ได้รับการจดทะเบียน

¹⁰ Asialaw, “Korean Update: Backdoor Listings Restricted” <http://www.asialaw.com/Article/1989221/Chamel/16478/Korean-Update-Backdoor-Listings-Restricted.html>, (last visited 8 December 2017).

มาตรา 19 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI

การรวบรวมบริษัทระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์และบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ อันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้แก่การที่มีการพิจารณาการได้มาซึ่งสินทรัพย์ทั้งหมด มูลค่าหลักทรัพย์ และยอดขายหากพบว่า 2 ใน 3 สิ่งที่พิจารณาของบริษัทนอกตลาดสูงกว่าบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตามงบการเงินในปีก่อนหน้าที่ยื่นรายงานข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการรวบรวม

มาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI

บริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนควบกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบกิจการโดยเฉพาะอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม มูลค่าสินทรัพย์ที่รวบรวมกันของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนจะต้องไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินทุนที่ระดมจากประชาชนที่อยู่ในความดูแลของผู้ดูแลสินทรัพย์ก่อนที่บริษัทจะเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจะต้องขออนุมัติการทำรายการจากผู้ถือหุ้นโดยขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

สรุปหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศเกาหลีใต้มีหลักเกณฑ์ที่แตกต่างจากหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศเกาหลีใต้มีความแตกต่างจากประเทศไทย ซึ่งสามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อศึกษาหลักเกณฑ์การคุ้มครองนักลงทุนจากตลาดทุนได้ดังนี้

กฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ พิจารณอำนาจควบคุม หรือ อำนาจบริหารจัดการตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ ใช้หลักเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกลับมีหุ้นมากกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่จดทะเบียนตั้งแต่ 5% ขึ้นไป หลังจากที่เข้าทำรายการการได้มาซึ่งทรัพย์สินของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งได้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารจัดการไม่สามารถโอนขายหุ้นที่ถืออยู่ภายใน 1 ปีนับแต่บริษัทได้รับการจดทะเบียนเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นการลดปัญหาการสร้างราคาแล้วเทขายออกของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทำให้บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุน

มีการยอมให้มีบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อรวบรวมกิจการโดยเฉพาะ โดยมีการระดมทุนจากประชาชน และดูแลโดยผู้ดูแลทรัพย์สินเพื่อรวบรวมกับบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับ

ตลาดหลักทรัพย์แต่ทั้งนี้บริษัทที่มีได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ต้องมีสินทรัพย์ไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนเพื่อรวบรวมกิจการโดยเฉพาะระดมทุนจากประชาชนทั้งนี้การรวบรวมดังกล่าวถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งบริษัทที่มีได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ต้องมีเกณฑ์คุณสมบัติเดียวกับบริษัทที่ยื่นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

ก่อนที่จะมีการเข้าทำรายการที่ถือเป็นการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงซึ่งเป็นหลักเกณฑ์ที่ทำให้ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลัก

วิเคราะห์กรณีปัญหาที่เกิดขึ้นในประเทศไทย

หลังจากที่ได้ศึกษาแนวคิดทฤษฎีและกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้วผู้เขียนพบว่า การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีประเด็นปัญหาที่จะต้องวิเคราะห์ คือ ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมกรณีก่อนที่จะนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมกรณีที่บริษัทเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์และปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมกรณีที่มีการกระทำความผิดเกิดขึ้นซึ่งมีประเด็นที่จะต้องทำการวิเคราะห์ดังนี้

1. ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมกรณีก่อนที่จะนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

1.1 การตรวจสอบกิจการของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก่อนมีคำขอเสนอขายหุ้นให้กับประชาชน

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง จะต้องมีการเตรียมการในเรื่องการเยี่ยมชมกิจการ และตอบข้อซักถามของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ก่อนที่จะมีการยื่นเอกสารต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อขอเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนในครั้งแรก (IPO) ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่มีข้อกำหนดให้มีการเยี่ยมชมกิจการ หรือ ตอบข้อซักถามเกี่ยวกับกิจการก่อนยื่นรับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แม้ว่าคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีอำนาจในการตรวจสอบกิจการได้ แต่ก็ไม่ได้มีกฎหมายกำหนดให้ตรวจสอบกิจการรายการดำเนินงานก่อนมีการยื่นรับหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ อาจทำให้สังคมตั้งข้อสงสัยได้ว่า การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธีนี้อาจเป็นช่องว่างของการ

เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ในกรณีที่มีการร่วมวางแผนในการเข้าซื้อบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจอย่างแท้จริงหรือเป็นบริษัทที่มีเพียงเปลือก (Listed shell) เพื่อดำเนินการตามที่วางแผนไว้ในทางหาผลประโยชน์อันมิชอบจากความน่าเชื่อถือของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อันนำไปสู่ความเคลือบแคลงสงสัยของสังคมต่องานศึกษาต่อไป

กรณีบริษัทบางกอกไนลอน จำกัด (มหาชน) หรือ BNC ก่อนเปลี่ยนชื่อเป็นบริษัท แอสเซท ไบรท์ จำกัด (มหาชน) ABC ปัจจุบันเปลี่ยนเป็นบริษัท ดิจิตอลเทค แพลนเน็ตจำกัดมหาชน DIGI¹¹

จากการศึกษาข้อมูลพบว่าการเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัท แอสเซทไบรท์ จำกัด (มหาชน) ABC มีการทำข้อตกลงรับเพียงบริษัทที่มีเพียงเปลือก (Listed shell) ซึ่งตัวธุรกิจหลักของ BNC และทรัพย์สินต่างๆขายคืนให้กับกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมของ BNC หลังจากนั้นมีการเปลี่ยนวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจและเปลี่ยนชื่อบริษัทเป็น บริษัท แอสเซทไบรท์ จำกัด (มหาชน) ดังนั้นจึงเป็นประเด็นที่ทำให้ต้องนำมาวิเคราะห์ในส่วนของการเข้าเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในกรณีที่แตกต่างกันกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ในส่วนของการต้องมีการตรวจสอบกิจการของ ก.ล.ต. ก่อนการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเช่นเดียวกับบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เพื่อให้มีการตรวจสอบบริษัทที่ต้องการเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ว่ามีการประกอบกิจการที่แท้จริงและตรวจสอบได้ มีที่มาที่ไปในการดำเนินธุรกิจ เพื่อเป็นการป้องกันมิให้ผู้ที่ต้องการอาศัยช่องว่างของกฎหมายใช้เป็นเครื่องมือในการวางแผนเข้ามาแสวงหาผลประโยชน์จากการเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในรูปแบบต่างๆหรือหากต้องการให้มีการเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบบริษัทที่มีเพียงเปลือก (Listed shell) ควรจะมีการออกกฎหมายเช่นเดียวกับประเทศเกาหลีใต้ โดยให้มีบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อควบคุมรวมกิจการโดยเฉพาะ เพื่อเป็นช่องทางให้บริษัทที่ต้องการเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ควบคุมกิจการกับบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อควบคุมรวมกิจการโดยเฉพาะ

1.2 การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน ก็ถือเป็นเกณฑ์หนึ่งในการพิจารณาว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหรือไม่ โดยหากมีการโอนอำนาจควบคุมกิจการจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน หรือ ไปยังเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้นการทำการรายการดังกล่าว ถือว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งประเทศไทยพิจารณาไปตามนิยามในมาตรา

¹¹ Hoon Smart, “เชือดปีก ‘เอนเนอร์จีหัวหิน’ หัวใจปั้นหุ้น ABC โจ่งครีမ်” <https://www.hoonsmart.com/archives/9745>, (6 July 2018).

89/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์¹² พ.ศ. 2535 ที่กำหนดว่าการถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในนิติบุคคลหนึ่งเกินกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของนิติบุคคลนั้น ทำให้เกณฑ์การพิจารณาอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนต้องสูงเกินกว่าร้อยละ 50 จึงจะถือว่ามี การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม ดังนั้นหากผู้ที่ต้องการหลบเลี่ยงหลักเกณฑ์การพิจารณาอำนาจควบคุมก็ทำให้การถือหุ้นของกลุ่มบุคคลที่ต้องการเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ควบคุมจำนวนหุ้นให้ไม่ถึงร้อยละ 50 เกณฑ์การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมก็ไม่สามารถพิจารณาได้ ซึ่งแตกต่างกับหลักเกณฑ์การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เขตปกครองพิเศษฮ่องกง ข้อที่ 26.1 กฎหมายควบรวมกิจการ (Take Over Code) ที่ใช้หลักเกณฑ์การมีสิทธิออกเสียงในหุ้นมากกว่า 30% ของหุ้นทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียน ถือว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมอันเข้าหลักเกณฑ์การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ หรือประเทศเกาหลีใต้ มาตรา 19-2 ของการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ ใช้หลักเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมให้หมายถึงการที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์มากกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเดิมตั้งแต่ 5 เปอร์เซ็นต์ขึ้นไปให้ถือว่ามี การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม จากการวิเคราะห์กฎหมายหลักทรัพย์ในเรื่องเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของประเทศเกาหลีใต้ และ เขตปกครองพิเศษฮ่องกง พบว่าหากนำหลักเกณฑ์ของทั้งสองประเทศมาใช้ในการพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถพิจารณาตรวจจับบริษัทที่ต้องการเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ได้ดีกว่าหลักเกณฑ์ที่ใช้อยู่ในประเทศไทย

2. ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมกรณีหลังจากที่นำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว

2.1 ปัญหาการใช้ความน่าเชื่อถือของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อหาผลประโยชน์

การเข้าเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ จะต้องผ่านเกณฑ์มาตรฐานการตรวจสอบคุณสมบัติของบริษัท การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมีผลประโยชน์ที่ดีมีกำไร เพราะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทที่สามารถระดมทุนจากประชาชนในวงกว้างอีกทั้งยังเป็นองค์กรธุรกิจที่ได้รับการยอมรับว่ามีความมั่นคงในระดับที่สูง ทำให้ประชาชนเกิดความเชื่อมั่นและไว้วางใจ จึงเป็นช่องทางให้มีโอกาสใช้เป็นโอกาสในการเข้ามาเพื่อหาผลประโยชน์จากนักลงทุนในรูปแบบต่างๆ เช่นการหลอกลวงให้ซื้อหุ้นของบริษัทต่างๆ ที่บริษัทไม่มีผลประโยชน์ที่ดีแม้กระทั่งไม่ได้ประกอบธุรกิจอย่างแท้จริงแต่

¹² พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ. ศ. 2535, มาตรา 89/1

ใช้วิธีการสร้างข่าวเพื่อให้เกิดกระแสการขึ้นลงของราคา แล้วอาศัยจังหวะที่ราคาดีเทขายทำกำไร มีการร่วมมือกันเป็นขบวนการในรูปแบบต่างๆไม่ว่าจะเป็นใช้บุคคลที่มีความน่าเชื่อถือบวกกับความเชื่อมั่นของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ หลอกให้นักลงทุนซื้อหุ้นโดยให้เหตุผลว่าเป็นผู้อยู่ใน รู้ข่าวล่วงหน้าว่าราคาจะต้องเพิ่มขึ้นอย่างแน่นอน อีกทั้งยังมีการเสนอขายหุ้นนอกตลาดในราคาที่ต่ำมากโดยให้ผลตอบแทนค่าหุ้นเป็นอย่างอื่นเพื่อปิดบังราคาซื้อขายที่แท้จริงตามที่กฎหมายกำหนด ซึ่งสังคมได้รับผลกระทบและกำลังตั้งคำถามกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมว่าเป็นช่องทางในการแสวงหาประโยชน์จากนักลงทุนในวงกว้างหรือไม่

จากข่าวคราวที่เกิดขึ้นกับครูอ้อย นางฐิตินาถ ณ พัทลุง ในกรณีที่ใช้ความน่าเชื่อถือของตัวบุคคลหลอกให้นักลงทุนหลงเชื่อทำให้เกิดความเสียหายต่อนักลงทุน¹³

2.2 ปัญหาการระดมทุนจากนักลงทุนแต่นำไปใช้เพื่อประโยชน์อันมิชอบ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม อาจมีการวางแผนนำเงินที่ได้จากการระดมทุนจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไปใช้เพื่อหาผลประโยชน์ให้กับตนเองและพวกพ้องโดยวิธีการและรูปแบบต่างๆยกตัวอย่างเช่นการนำเงินไปลงทุนในกิจการที่มีราคาสูงเกินจริงหรือวางแผนซื้ออสังหาริมทรัพย์จากกลุ่มผลประโยชน์ในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดหลายสิบเท่าแล้วนำกำไรจากส่วนต่างไปแบ่งกันทำให้บริษัทได้รับความเสียหายประสบกับสถานะขาดทุนไม่สามารถฟื้นตัวได้ เนื่องจากการกระทำของผู้บริหารที่ร่วมมือกับนายทุนที่มีผลประโยชน์ร่วมกัน บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจถูกใช้เป็นเครื่องมือในการหาผลประโยชน์เนื่องจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเปิดช่องให้บริษัทที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพเข้ามาหาผลประโยชน์จากการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ดังเช่นกรณีศึกษาต่อไปนี้

วิเคราะห์กรณีที่เกิดขึ้นกับบริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน) EARTH¹⁴

บริษัท Energy Earth จำกัด เป็นบริษัทที่เกิดจากการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้วถูกคำสั่งห้ามซื้อขายเนื่องจากมีปัญหาภายในเป็นไปไม่ได้หรือไม่การนำเงินของบริษัทไปบริหารอย่างไม่เหมาะสมเกิดจากความงมงายหรือร่วมมือกันกับผู้บริหารทำให้บริษัทเกิดภาระหนี้สินมากมายโดยอาจมีผู้ได้รับประโยชน์จากการกระทำที่นำเงินไปใช้จ่ายนอกระบบของบริษัท ทั้งนี้ยังไม่รวมถึงเหตุการณ์ที่มีการสร้างราคาให้เกิดความผันผวนทำให้ผู้ถือหุ้นจำนวนมากหลงเชื่อและติดกับดักของราคาที่มีความผันผวนจึงสร้างความเสียหายต่อนักลงทุนในวงกว้าง รวมถึงภาพรวมของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ดังนั้นบริษัทที่

¹³ ข่าวสดออนไลน์, “หนุ่มหอบหลักฐานแฉครูอ้อยชวนลงทุนเจ๊ง13ล้าน” https://www.khaosod.co.th/special-stories/news_407784, (last visited 20 June 2017).

¹⁴ ลงทุนแมน, “สรุปมหากาพย์หุ้น EARTH” <http://longtunman.com/1483>, (last visited 10 August 2017).

เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจมีความจำเป็นต้องได้รับการเพ่งเล็งจากหน่วยงานของภาครัฐเพื่อควบคุมการทำธุรกรรมบางประการที่อาจส่งผลให้เกิดความเสียหายต่อนักลงทุนที่รู้ไม่เท่าทันเกมของนายทุนที่วางกับดักและเหยื่อล่อสำหรับนักลงทุนรายย่อยที่มีจำนวนมากในตลาดทุน

วิเคราะห์กรณีที่เกิดขึ้นกับบริษัทโพลาริส แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) POLAR¹⁵

จากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับบริษัทโพลาริส แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) POLAR เป็นการแจ้งงบการเงินที่ไม่ตรงกับความเป็นจริงซึ่งอาจเป็นไปได้ว่ามีการนำเงินของบริษัทไปใช้ในกิจการของผู้ที่ได้รับผลประโยชน์ซึ่งอาจจะเป็นผู้บริหารที่สามารถนำเงินออกจากบริษัทโดยวิธีต่างๆโดยอาศัยการระดมทุนจากบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยสังเกตได้จากข้อตกลงการซื้อขายหุ้น บริษัท เดย์ โพเอทส์ ที่ล้มเลิกไปมีชื่อของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารเข้าไปเกี่ยวข้องกับการซื้อขาย จากการวิเคราะห์ดูเหมือนว่าเป็นการโยกย้ายให้เงินออกจากบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยผ่านการซื้อขายกิจการที่อาจเป็นราคาที่สูงกว่าราคาเป็นจริงในราคาตลาดซึ่งทำให้เกิดความเสียหายกับผู้ถือหุ้นของบริษัท และในกรณีที่ไม่สามารถชี้แจงงบการเงินที่หายออกจากระบบบัญชีได้ก็อาจเกิดจากสาเหตุการโยกย้ายเงินออกไปจากบริษัทในวิธีการหรือรูปแบบต่างๆอาทิเช่นอ้างว่านำเงินไปซื้อที่ดินเพื่อนำมาจัดสรรหรือหาผลประโยชน์แต่มีการฮั้วราคาทำให้ราคาที่บริษัทซื้อได้สูงกว่าราคาที่เป็นจริงควรมีมาตรการควบคุมที่เพิ่มเติมสำหรับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพราะรูปแบบการประกอบธุรกิจอาจถูกเปลี่ยนแปลงไปโดยที่อาจมีมาตรฐานที่ไม่เพียงพอที่จะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์

2.3 การสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรแต่ผลประโยชน์กลับขาดทุน

บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจถูกใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างราคาเพื่อทำกำไรจากผู้ถือหุ้นซึ่งมีรูปแบบในการหลอกให้นักลงทุนเข้ามาซื้อหุ้นที่ถูกปั่นราคา ไม่ว่าจะเป็นการสร้างข่าวอันเป็นเท็จเพื่อให้ราคาหุ้นพุ่งสูงขึ้น หรือทำการซื้อขายกันเองไปมาเพื่อให้ราคาหุ้นมีความเคลื่อนไหว เป็นเหตุให้นักลงทุนหลงเชื่อแล้วติดกับดักไม่สามารถขายหุ้นออกได้ทัน การกระทำความผิดกฎหมายมีความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้อัตราโทษและค่าปรับทางแพ่งเพียงพอหรือไม่ต่อการทำให้ผู้ที่คิดจะกระทำความผิดเกรงกลัวต่อบทลงโทษอีกทั้งบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจจะต้องมีการควบคุมการซื้อขายหรือการสร้างข่าวที่อยู่ในขอบเขตการควบคุมของ ก.ล.ต. มากกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

¹⁵ ไทยรัฐฉบับพิมพ์, “เปิดพฤติกรรมอำพราง POLAR” <https://www.thairath.co.th/content/1037225>, (last visited 15 August 2017).

สถิติการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในรอบ 6 ปี ย้อนหลังพบว่ามีจำนวนทั้งสิ้น 8 บริษัท โดยมีถึง 4 บริษัทที่มีผลประกอบการขาดทุนต่อเนื่องโดยอีก 1 บริษัทติดกลุ่มเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนมีเพียง 3 บริษัทเท่านั้นที่มีผลการดำเนินงานเป็นปกติดังนี้

ตารางหุ้นแบ็คดอร์ 6 ปีหลัง¹⁶

ชื่อย่อหุ้น	แบ็คดอร์มาจาก	กำไรปี 58 (ลบ.)	กำไรปี 59 (ลบ.)	กำไรปี 60 (ลบ.)
EARTH*	APC	1,026.88	871.9	-68.93
NUSA	TDG	50.3	-201.85	-240.87
CGD	LDG	-456.6	-275.93	-144.3
DIGI	ABC	-73.23	-108.68	-168.96
DCORP	AJP	-909.12	-86.3	-206.58
S	RASA	-206.84	170.23	571.88
HARN	FIRE	46.2	40.53	129.68
BIG	SUN	459.45	846.4	774.43
*EARTH งบการเงินถึงแค่ Q1/60 และ อยู่ในกลุ่มเข้าข่ายถูกเพิกถอน (SP,NP,NC).				

จากกรณีเมื่อวันที่ 26 มีนาคม 2561 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งกับบริษัทดังต่อไปนี้¹⁷ กรณีสร้างราคาหุ้นบริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (NEWS) บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน) (MILL) บริษัท โพลาริส แคปิตัล จำกัด (มหาชน) (POLAR) บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (NBC) บริษัท เนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (NINE) และกรณีสร้างราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (NINE-W1)

บริษัทที่ถูกลงโทษจาก ก.ล.ต. ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แก้ไขเพิ่มเติมฉบับที่ 5 ก.ล.ต. มีคำสั่งปรับเป็นเงินหลายร้อยล้านบาท แม้จะมีบทกฎหมายที่ลงโทษทั้งทางอาญาและทางแพ่ง แต่ก็เทียบไม่ได้กับความเสียหายต่อตลาดทุน และผลประโยชน์ที่บริษัทที่กระทำผิดได้รับ และ

¹⁶ efinanceThai.com, “หุ้นแบ็คดอร์ผลงานห่วย ก.ล.ต. ดันแก้เกณฑ์คุมเข้มเหมือนไอพีโอ-EfinanceThai,” <https://www.efinancethai.com/HotTopic/HotTopicMain.aspx?id=b00veGdsSk5Balk9>, (last visited 12 March 2019).

¹⁷ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, “ก.ล.ต. ขอให้พนักงานอัยการฟ้องผู้กระทำความผิด 25 ราย ร่วมกันสร้างราคาหลักทรัพย์ 6 หลักทรัพย์ พร้อมส่งเรื่องต่อ ปปง https://www.sec.or.th/th/Pages/News/Detail_News.aspx?tg=NEWS&lg=th&news_no=26&news_yy=2561, (last visited 26 March 2018).

อาจจะเป็นเหตุให้การกระทำความผิดดังกล่าวเกิดขึ้นได้อีกในอนาคต จึงควรมีการกำหนดบทลงโทษที่รุนแรงขึ้นกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบันเพื่อให้ผู้ที่คิดจะกระทำความผิดไม่กล้ากระทำการตามที่ได้วางแผนไว้ เพราะหากได้กระทำไปแล้วถูกตรวจจับได้จะต้องได้รับโทษอย่างร้ายแรงไม่คุ้มค่ากับประโยชน์ที่จะได้รับนั้น

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

1. ปัญหาก่อนที่จะนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

1.1 การตรวจสอบกิจการของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ผู้เขียนขอเสนอแนวทางในการแก้ปัญหาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยมีข้อกำหนดให้บริษัทที่เข้าเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจะต้องเตรียมการให้คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เยี่ยมชมกิจการรวมถึงตอบข้อซักถามซึ่งเป็นหลักเกณฑ์เดียวกันกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงเพื่อให้คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตรวจสอบการดำเนินงานในกิจการที่ประกอบธุรกิจว่าเป็นธุรกิจที่สามารถประกอบกิจการได้จริง และมีผลประกอบการตามที่ได้ยื่นเสนอให้รับหลักทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม

ผู้เขียนขอเสนอแนะแนวทางในการแก้ปัญหาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเรื่องการพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมโดยเสนอให้มีการแก้ไข มาตรา 89/1 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พ.ศ. 2535 โดยเพิ่ม (4) ในเรื่องของอำนาจควบคุมกิจการ ดังนี้

“อำนาจควบคุมกิจการ” หมายความว่า

(4) ในกรณีที่เป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมการมีอำนาจควบคุม หมายถึงการมีสิทธิ์ออกเสียงในหุ้นมากกว่า 30% ของหุ้นทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียนถือว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม

ซึ่งการเพิ่มข้อความดังกล่าวสามารถช่วยในการตรวจสอบการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในการรับหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์การเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้และส่งผลต่อการตัดสินใจเข้าควบคุมกิจการเพื่อใช้ประโยชน์ในทางมิชอบอาจเพิ่มความเสี่ยงเมื่อถือหุ้นในจำนวนไม่มากพอเช่นเดียวกับเขตปกครองพิเศษฮ่องกงและประเทศเกาหลีใต้

2. ปัญหาภายหลังที่นำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แล้ว

2.1 ปัญหาการระดมทุนจากนักลงทุนแต่นำไปใช้เพื่อประโยชน์อันมิชอบ

ผู้เขียนข้อเสนอแนะแนวทางแก้ปัญหาบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ระดมทุนจากนักลงทุนและนำไปใช้เพื่อประโยชน์อันมิชอบโดยกำหนดบทลงโทษหนักขึ้นสำหรับกรรมการบริษัทที่ระดมทุนจากนักลงทุนไปใช้ในกิจการอื่นเพื่อประโยชน์ให้กับตนเองและพวกพ้อง โดยเสนอให้มีการแก้ไขพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่เกี่ยวกับความรับผิดในทางอาญาของนิติบุคคล พ.ศ.2560 บัญชีท้ายพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่เกี่ยวกับความรับผิดในทางอาญาของผู้แทนนิติบุคคล พ.ศ.2560 พระราชบัญญัติกำหนดความผิดเกี่ยวกับห้างหุ้นส่วนจดทะเบียนห้างหุ้นส่วนจำกัด บริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด สมาคมและมูลนิธิ พ.ศ.2499

มาตรา 25 ในกรณีที่บริษัทจำกัดใดกระทำความผิดตามมาตรา 7 ถึงมาตรา 24 ในกรณีที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้ถือว่าผู้แทนนิติบุคคลดังกล่าวมีความผิด จะต้องรับโทษตามความเสียหายที่เกิดขึ้น

2.2 การสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไร

ผู้เขียนขอเสนอแนะแนวทางแก้ปัญหาการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมซึ่งแต่เดิมหลักเกณฑ์การยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่ของบริษัทจดทะเบียนกำหนดห้ามขายหุ้นของตน 55 เปอร์เซ็นต์ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปีโดยเมื่อพ้นระยะเวลา 6 เดือนแล้วสามารถทยอยขายได้อีก 25% ของหุ้นที่ห้ามขาย โดยเสนอให้มีการแก้ไขเช่นเดียวกับประเทศเกาหลีใต้ดังนี้ผู้มีอำนาจควบคุมห้ามขายหุ้นภายในระยะเวลา 1 ปีนับตั้งแต่วันที่ได้รับการจดทะเบียน และสามารถโอนขายหุ้นในแต่ละเดือนได้ไม่เกิน 5% ของหุ้นที่มีอยู่เริ่มแรกหลังจากผ่าน 6 เดือนนับตั้งแต่วันที่ได้รับการจดทะเบียนซึ่งจะช่วยให้กลุ่มผู้มีหุ้นอยู่จำนวนมากไม่สามารถสร้างราคาและทำกำไรได้ในช่วงที่มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ใน 1 ปีแรกเพื่อให้กลุ่มทุนสามารถตรวจสอบกิจการและผลประโยชน์ประกอบกิจการในช่วงระยะเวลาดังกล่าวก่อนทำการซื้อขาย

จากการวิเคราะห์หลักเกณฑ์ต่างๆเกี่ยวกับการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ทั้งทางตรงและการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (backdoor listing) ผู้เขียนพบว่า การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แม้จะเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ระยะเวลาสั้น และ ใช้ต้นทุนต่ำกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง แต่กฎหมายก็กำหนดให้บริษัทที่เข้าหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีหลักเกณฑ์ ในการเลือกบริษัทที่มีมาตรฐานเป็นบริษัทที่ดีมีผลกำไร มีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องภายใต้ผู้บริหารชุดเดียวกันอย่างน้อย 1 ปี เช่นเดียวกันกับหลักเกณฑ์การตรวจสอบบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง แต่ทั้งนี้จากการวิเคราะห์เปรียบเทียบและศึกษาข้อมูลของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ผู้เขียนพบว่าอาจเป็นช่องทางในการ

เข้ามาหาผลประโยชน์อันมิชอบจากการเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ในหลายรูปแบบซึ่งส่งผลกระทบต่อนักลงทุนและภาพลักษณ์ตลาดทุนของประเทศไทยเป็นอย่างมากจึงควรต้องมีมาตรการควบคุมบริษัทที่จะเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมและมาตรการภายหลังจากบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเข้ามาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว

บรรณานุกรม

- กรุงเทพธุรกิจ, “ซึ่กลุ่มฟื้นฟูเป่าแบ็คคอร์ด” <http://www.bangkokbiznews.com/news/detail/605280>, (last visited 18 November 2017)
- กิตติพงศ์ อรุณพัฒน์พงศ์, รู้เพื่อ้องการควรวมกิจการ: โอกาสของธุรกิจไทย (กรุงเทพมหานคร: บริษัทเมจิกเพรส จำกัด, 2549).
- ข่าวสดออนไลน์, “หนุ่มหอบหลักฐานแฉครอ้อยชวนลงทุนเงิน13ล้าน” https://www.khaosod.co.th/special-stories/news_407784, (last visited 20 June 2017).
- คณะกรรมการพัฒนากฎหมาย สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, “รายงานการวิจัยเรื่องกฎหมายระเบียบต่างๆ และกฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน” <http://www.Lawreform.go.th>, (last visited 19 November 2017)
- คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย, http://www.set.or.th/th/about/vision/files/CMP_Master.pdf, (last visited 10August 2017).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “คู่มือเบื้องต้นการปรับโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียน” [http:// www.set.or.th/th/regulations/supervision/litled_download_p1](http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/litled_download_p1), (last visited 10August 2017).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “ตลท.แจ้งดำเนินการกับบริษัทที่เข้าข่ายต้องปรับปรุงฐานะการเงินและการดำเนินงาน NC ระยะที่ 1 หรือ NPG ระยะที่ 1” [http://www.set.or.th/set/news details,2554](http://www.set.or.th/set/news/details,2554), (last visited 3 November 2017).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “ประโยชน์ในการเข้าจดทะเบียน” http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/litled_download_p1, (last visited 3 November 2017).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ศัพท์น่ารู้เพื่อผู้ลงทุน, http://www.tsithailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=146&Itemid=1124, (last visited 3 November 2017).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “reverse take over การซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ” https://www.set.or.th/th/products/listing/files/RTO_NEW_B.pdf, (last visited 3 November 2017).
- ไทยรัฐฉบับพิมพ์, “เปิดพฤติกรรมอำพราง POLAR” <https://www.thairath.co.th/content/1037225>, (last visited 15 August 2017).
- ปกรณ์ วิญญูห์ตถกิจ, การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม(นิติศาสตร์มหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2554).

ปริมปราง พิรภาพรกุล, ปัญหาที่มีอิทธิพลต่อการเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ กรณีศึกษาธุรกิจประกันภัยและเงินทุน
 หลักทรัพย์ (คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2555).

ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “ภาวะตลาดหลักทรัพย์” http://www.set.or.th/setresearch/files/20110731_A_graph_SET_statistics.ppt.2554, (last visited 10 August 2017).

ลงทุนแมน, “สรุปมหากาพย์หุ้น EARTH” <http://longtunman.com/1483>, (last visited 10 August 2017).

ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพมหานคร: บุญศิริการพิมพ์, 2547).

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, “ก.ล.ต. ขอให้พนักงานอัยการฟ้องผู้กระทำความผิด 25 ราย ฐานร่วมกันสร้างราคาหลักทรัพย์ 6 หลักทรัพย์ พร้อมส่งเรื่องต่อ ปปง” https://www.sec.or.th/th/Pages/News/Detail_News.aspx?tg=NEWS&lg=th&news_no=26&news_yy=2561, (last visited 26 March 2018).

อัญญา ชันธวิทย์, การควบคุมกิจการและการครอบงำกิจการ (กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัย ธรรมศาสตร์, 2540).

Asialaw, “Korean Update: Backdoor Listings Restricted” http://www.asilaw.com/Article/198922_1/Chamel/16478/Korean-Update-Backdoor-Listings-Restricted.html, (last visited 8 December 2017).

Charlton, “Backdoor listing in Hong Kong” <http://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Backdoor-listing-in-Hong-Kong.pdf>, (last visited 1 December 2017).

Choi, J.S., and Kwak Y. M. “Account Fraud at the Neosemitech Corp: Two Faces of a Venture Company” http://www.kasbs.or.kr/re_sub/m501.asp?bunho=147&lan=eng, (last visited 10 November 2017).

CHUN HAN WONG and PATRICK BARTA, “Max Myanmar’s Backdoor Listing on Singapore Exchange” <http://hlao01980.blogspot.com/2012/08/max-myanmars-backdoor-listing-on.html>, (last visited 8 August 2017).

efinanceThai.com, “หุ้นแบ็คดอร์ฯผลงานห่วยก.ล.ต.ตื่นแก้เกณฑ์คุมเข้มเหมือนไอพีโอ-Efinance Thai,” <https://www.efinancethai.com/HotTopic/HotTopicMain.aspx?id=b00veGdsSk5Balk9>, (last visited 12 March 2019).

Hoon Smart, “เชือดบีก ‘เอนเนอร์จีหัวหิน’ หัวโจกปั่นหุ้น ABC โจ่งครีမ်” <https://www.hoonsmart.com/archives/9745>, (last visited 6 July 2018).

- Jiang Fengtao and Liu Bing, “New restructuring rules for backdoor listings” <https://www.vantageasia.com/new-restructuring-rules-for-backdoor-listings>, (last visited 18 November 2017).
- Kim, K. L., “Backdoor Listing in Korea” *Capital Market Opinion*, (2010): 1.
- Ray Chan, “Citic's reverse takeover spurs interest in backdoor listings” <http://www.scmp.com/business/money/markets-investing/article/1483309/citics-reverse-takeover-spurs-interest-backdoor>, (last visited 8 August 2017).
- REUTERS EDGE, “Backdoor listings boom as Singapore IPOs slow” <http://www.reuters.com/article/us-singapore-reverse-takeovers-idUSSIN25254920070615>, (last visited 18 November 2018).
- Straitstimes, “The challenge of backdoor listing in Hong Kong” <http://www.straitstimes.com/business/the-challenge-of-backdoor-listing-in-hong-kong>, (last visited 18 November 2018).