

บทที่ 6

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ภายใต้บทบัญญัติแห่งกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น กล่าวได้ว่าเป็นกฎเกณฑ์ที่บัญญัติขึ้นมาเพื่อองค์กรของภาคเอกชนที่ดำเนินบนแนวคิดของระบบ เศรษฐกิจแบบเสรีนิยม หลักเกณฑ์ต่างๆจึงถูกกำหนดขึ้นบนพื้นฐานแนวความคิดดังกล่าวนี้ ด้วย ในขณะที่รัฐวิสาหกิจนั้นเป็นองค์กรที่จัดตั้งขึ้นเพื่อดำเนินกิจกรรมที่มีลักษณะเพื่อจัดบริการ สาธารณะบนพื้นฐานแนวความคิดของการแทรกแซงระบบเศรษฐกิจของรัฐ ดังนั้น หากจะให้องค์กรที่จัดตั้งขึ้นบนพื้นฐานแนวความคิดหนึ่งเข้าไปใช้บทบัญญัติหรือกลไกของ การระดมทุนที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานแนวความคิดที่แตกต่างกัน ย่อมไม่อาจหลีกเลี่ยงการแก้ไขปรับปรุง กลไกของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไปได้

ในกรณีของการนำรัฐวิสาหกิจเข้าระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์นั้น คงเป็นไปได้ไม่ ได้ที่จะแก้ไขหลักเกณฑ์ทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์เพื่อเอื้ออำนวยต่อการระดมทุนของรัฐวิ สหกิจ สิ่งที่จะสามารถทำได้คือการสำรวจหลักเกณฑ์เท่าที่มีผลใช้บังคับอยู่ว่า จะดำเนินการ ประการใดได้บ้างที่จะนำรัฐวิสาหกิจเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ หรือหากจะทำได้ก็ คงเพียงปรับเปลี่ยนในส่วนของรัฐวิสาหกิจให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ปัญหาสำ คัญจึงอยู่ที่ว่าจะใช้กลไกเท่าที่มีอยู่ในลักษณะใดที่พอจะเข้าระดมทุนได้โดยไม่ต้องมีการปรับ เปลี่ยนแต่อย่างใด หรือจะปรับเปลี่ยนในส่วนใดส่วนหนึ่ง เช่น การจัดองค์กร ทุน ใน ลักษณะเช่นใด มีเนื้อหาอย่างไร การระดมทุนจึงจะสามารถทำได้

จากการศึกษาพบว่า ในส่วนของข้อจำกัด โดยผลของกฎหมาย ซึ่งจำกัดการ ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ของรัฐวิสาหกิจ แยกพิจารณาออกได้เป็น 2 ส่วน

กฎหมายจัดตั้งรัฐวิสาหกิจ ซึ่งเป็นตัวกำหนดลักษณะองค์กรของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งมี 3 แบบ ได้แก่ บริษัทจำกัด ซึ่งสามารถระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ได้เช่นเดียวกับบริษัทจำกัดของเอกชนทั่วไป หรืออาจแปลงสภาพเป็นบริษัทมหาชนเพื่อระดมทุน โดยออกตราสารทุนตามที่กฎหมายกำหนดได้ แบบที่สองได้แก่ รัฐวิสาหกิจที่ไม่มีฐานะเป็นนิติบุคคล ซึ่งเกิดขึ้นโดยมติคณะรัฐมนตรีและระเบียบข้อบังคับต่างๆ ซึ่งไม่สามารถระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยจะเห็นได้จากคำนิยามของบริษัทที่ให้หมายถึงบริษัทจำกัด บริษัทมหาชน จำกัด นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง จะเห็นได้ว่าทุกองค์กรที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์จะมีความเป็นนิติบุคคลเสมอ แบบสุดท้ายได้แก่ รัฐวิสาหกิจ ที่จัดตั้งโดยพระราชบัญญัติ พระราชกฤษฎีกา ประกาศคณะปฏิวัติ ซึ่งมีฐานะเป็นนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง ซึ่งไม่มีโครงสร้างทุนเป็นหุ้น จึงไม่สามารถระดมทุนโดยออกตราสารทุนได้ แต่จะสามารถออกหลักทรัพย์ตามที่กฎหมายจัดตั้งให้อำนาจออกได้ ในรูปตราสารหนี้ คือ พันธบัตร หุ้นกู้ ตั๋วเงิน อย่างไรก็ตาม กฎหมายจัดตั้งรัฐวิสาหกิจไม่ได้ให้อำนาจดำเนินการ ในขอบเขตการประสงค์ของรัฐวิสาหกิจที่จะออกหลักทรัพย์มาเสนอขาย และซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดหลักทรัพย์ แต่อย่างใด

กฎหมายเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้กำหนดถึงหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ไว้สำหรับกิจการจะเลือกออกหลักทรัพย์ประเภทใดมาระดมทุน เมื่อพิจารณาประกอบกับลักษณะของรัฐวิสาหกิจที่เป็นนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง จะมีเพียงหลักทรัพย์ประเภท พันธบัตร หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ที่รัฐวิสาหกิจจะออกมาระดมทุนได้ กฎเกณฑ์ในส่วนที่ว่าด้วยการอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ ไม่ได้กล่าวถึงรัฐวิสาหกิจไว้อย่างชัดเจน จะกล่าวถึงเฉพาะบริษัทมหาชนที่จัดตั้งขึ้นใหม่ บริษัทมหาชน บริษัทจำกัด ในนิยาม "หลักทรัพย์จดทะเบียน" หมายความว่าหลักทรัพย์ที่ได้รับการจดทะเบียนหรือได้รับการอนุญาตให้ทำการซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์ ในส่วนการอนุญาตให้ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ประเภท พันธบัตร รัฐบาล หุ้นกู้ หรือพันธบัตรที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ

กฎหมายที่ออกตามพรบ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พศ. 2535 ณ ปัจจุบันมีเพียงข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการรับและเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน ในข้อบังคับ

นี้ระบุว่า หลักทรัพย์ที่อาจยื่นคำขอให้ตลาดหลักทรัพย์รับเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนตามข้อบังคับนี้ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นสามัญ หรือหุ้นบุริมสิทธิ หรือหุ้นกู้ หุ้นกู้หรือหุ้นกู้แปลงสภาพ จะเห็นได้ว่ายังไม่มีการประกาศหลักเกณฑ์ที่ชัดเจน สำหรับการรับหลักทรัพย์ที่รัฐวิสาหกิจสามารถออกได้ เช่น ตัวเงิน เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน นอกจากนี้ในข้อบังคับที่กล่าวมาแล้วในข้อ 2 ยังจำกัดว่า หากจะจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่หุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน จะต้องดำเนินการให้ตลาดหลักทรัพย์รับหุ้นสามัญของกิจการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนก่อน จึงเป็นอุปสรรคต่อการที่รัฐวิสาหกิจที่ไม่มีโครงสร้างทุนเป็นหุ้น จะระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ประเภทตัวเงิน

สำหรับข้อจำกัดในลักษณะของกิจการของรัฐวิสาหกิจนั้น โดยลักษณะของกิจการประเภทสาธารณูปโภค สาธารณูปการ ยังคงต้องอาศัยอำนาจทางปกครองบางประการ เพื่อให้สามารถดำเนินกิจการบางอย่างได้ เช่น การวางสายไฟ หรือวางท่อประปา ซึ่งจะต้องอาศัยกฎหมายพิเศษ ยกเว้นหลักทั่วไปในกฎหมายเอกชนบางประการ จึงจำเป็นต้องคงรูปเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายมหาชน

ซึ่งผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ต่อประเด็นปัญหาข้างต้น ดังนี้

ในส่วนของกฎหมายเกี่ยวกับการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจนั้น เห็นว่า

ควรให้มีการแก้ไขกฎหมายจัดตั้งรัฐวิสาหกิจ ในส่วนอำนาจในการดำเนิน

การในขอบวัตถุประสงค์ เพื่อดำเนินการให้ออกตราสารทุน โดยมีการแปลงสภาพทุนให้เป็นหุ้น (การก่อให้เกิดหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารทุน) และอำนาจของรัฐวิสาหกิจในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

ในส่วนของกฎหมายเกี่ยวกับการระดมทุน ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. กลต.ควรต้องอาศัยอำนาจตามพรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ประกาศหลักทรัพย์ที่เหมาะสมสำหรับรัฐวิสาหกิจ รวมถึงหลักเกณฑ์ในการรับหลักทรัพย์ประเภทนี้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน เพื่อให้สามารถซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ หรือจะอยู่ในรูปการอนุญาตให้ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ เช่น Perpetual Certificate โดยมีลักษณะเป็น

ตราสารทางการเงิน ซึ่งออกโดยรัฐวิสาหกิจ ผู้ถือตราสารชนิดนี้ จะไม่มีสิทธิออกเสียงเหมือนหุ้นสามัญ แต่จะได้รับผลตอบแทนทุกๆ ปี ซึ่งจะกำหนดเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 จะกำหนดไว้ในอัตราที่คงที่ ส่วนที่ 2 จะเป็นส่วนที่ผันแปร ตามกำไรหรือรายได้ที่องค์กรนั้นหาได้ ตราสารนี้จึงเป็นตราสารที่มีลักษณะกึ่งหนึ่งกึ่งทุน เป็นตราสารที่ไม่ให้สิทธิเสียงในการดำเนินกิจการ เป็นลักษณะของตราสารหนี้ แต่จะมีการให้สิ่งตอบแทนลักษณะคล้ายการปันผล จะเป็นประเภทที่มีเวลาครบกำหนดของตราสารหรือไม่ก็ได้ ไม่มีการกำหนดจำนวนเงินคืนสำหรับจ่ายคืน ตราสารประเภทนี้มีข้อดี คือ รัฐสามารถคงสิทธิในการบริหารงานไว้ตามเดิมได้ เมื่อเปรียบเทียบกับ การออกหุ้นกู้ ซึ่งจะมีการกำหนดดอกเบี้ย การไถ่ถอนไว้ และไม่มีสิทธิออกเสียงในการดำเนินกิจการและการคืนเงินคืน ซึ่งหากมองด้านผู้ออกตราสาร จะทราบว่ากิจการมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินคืน เมื่อครบกำหนดไถ่ถอน และด้านผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ย ส่วนการออก Perpetual Certificate ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่แน่นอนส่วนหนึ่ง และผันแปรตามกำไรหรือรายได้ ซึ่งจะเป็นสิ่งที่จูงใจผู้ลงทุนมากกว่าหุ้นกู้ และทำให้ผู้ออกตราสาร สามารถคงสิทธิในการบริหารได้ แต่จะมีภาระในการจ่ายผลตอบแทนในส่วนที่ผันแปรตามกำไร ซึ่งอาจสูงกว่าการจ่ายดอกเบี้ยในหุ้นกู้ หากกิจการมีกำไรมาก อย่างไรก็ตาม การที่ ก.ล.ต. จะประกาศตราสารใดเป็นหลักทรัพย์ขึ้นกับ ความเป็นที่รู้จักของลักษณะตราสารต่อประชาชนด้วย สำหรับตราสารประเภทนี้ยังไม่เป็นที่รู้จักต่อผู้ลงทุน ซึ่งอาจมีผลต่อการซื้อตราสารประเภทนี้ได้ นอกจากนี้ยังขึ้นอยู่กับ ผู้ที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ จะเลือกออกตราสารประเภทใดด้วย แต่หากมีการประกาศเปิดกว้างไว้ ก็จะเป็นผลดีกับผู้ต้องการระดมทุน ที่จะเลือกออกตราสารมาระดมทุน

2. กำหนดกฎเกณฑ์ในส่วนการอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์สำหรับรัฐวิสาหกิจ ให้ชัดเจน ว่าต้องขออนุญาตหรือได้รับยกเว้นไม่ต้องขออนุญาต

3. แก้ไขข้อบังคับข้อ 2 สำหรับกรณีรัฐวิสาหกิจต้องการระดมทุนโดยการออกตั๋วเงินและไม่มีหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ ที่จะจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนได้ โดยอาจอยู่ในรูป ยกเว้นไม่ใช้ข้อบังคับที่ 2 กับรัฐวิสาหกิจ

และในประการสุดท้าย สำหรับปัญหาเกี่ยวกับข้อจำกัดอันเนื่องมาจากลักษณะความเป็นกิจการสาธารณูปโภค สาธารณูปการของรัฐวิสาหกิจนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่าการคงไว้ซึ่งอำนาจทางปกครอง เพื่อประโยชน์ในการดำเนินกิจการสาธารณะของรัฐวิสาหกิจยังมีความจำเป็นอยู่ตามสมควร การที่จะนำรูปแบบการจัดตั้งองค์กรแบบวิสาหกิจเอกชนมาปรับใช้จึงอาจไม่เหมาะสมเท่าใดนัก ดังนั้นหากมีความจำเป็นอย่างมากที่จะระดมทุน โดยการออกหุ้นทุน อาจต้องนำแนวคิดว่าการแปลงทุนของรัฐวิสาหกิจเป็นทุนเรือนหุ้นมาพิจารณาประกอบ โดยการออกกฎหมายกลางที่ให้อำนาจรัฐวิสาหกิจระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ (หมายความถึง การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนด้วย) และปรับโครงสร้างทุนให้แบ่งออกเป็นหุ้น และมีการจัดรูปองค์กรเป็นนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง มีข้อกำหนดต่างๆในเรื่อง การกำหนดขึ้นเป็นหุ้น การคุ้มครองผู้ถือหุ้น อัตราส่วนที่ขายต่อประชาชน พนักงาน ชาวต่างชาติ การเพิ่มทุน ฯลฯ โดยพิจารณาเปรียบเทียบกับบทบัญญัติในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน ซึ่งเป็นองค์กรที่สามารถระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้รัฐวิสาหกิจสามารถระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้

จากการศึกษาถึงลักษณะการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบกับลักษณะของรัฐวิสาหกิจ เพื่อหาแนวทางแก้ปัญหาทางการเงินของรัฐวิสาหกิจ โดยการเลือกใช้วิธีการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ตามกฎหมายที่มียุติปัจจุบันในส่วนที่เป็นกฎหมายจัดตั้งซึ่งให้อำนาจในการดำเนินงานต่างๆของรัฐวิสาหกิจ ได้กล่าวถึงการออกหลักทรัพย์ประเภท พันธบัตร และตราสารอื่นใดเพื่อการลงทุนเท่านั้น ซึ่งเป็นการระดมทุน โดยตราสารประเภทนี้ อย่างไรก็ตามการระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญมีความน่าสนใจและจะก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้ออกหลักทรัพย์สูง หากรัฐวิสาหกิจต้องการระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญจะต้องมีการเปลี่ยนโครงสร้างทุน เป็นหุ้นและขายหุ้นแก่ประชาชน ซึ่งในส่วนนี้กฎหมายจัดตั้งรัฐวิสาหกิจไม่ได้ให้อำนาจไว้ จึงควรที่จะมีการกำหนดกฎหมายกลาง ให้รัฐวิสาหกิจสามารถดำเนินการเหล่านี้ได้ อย่างไรก็ตามหลักเกณฑ์ของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดังที่ได้พิจารณามาแล้วข้างต้นมีความไม่ชัดเจนสำหรับการที่รัฐวิสาหกิจจะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ จึงควรมีการบัญญัติให้ชัดเจน เพื่อรองรับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาหลักการการดำเนินการของรัฐวิสาหกิจกับหลักการของการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมุ่งหวังประโยชน์ในการแก้ไขปัญหาการเงินของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งจะส่งผลต่อการดำเนินกิจการของรัฐวิสาหกิจ ไม่ว่าจะเป็นการให้เอกชนเข้ามีส่วนร่วมในรัฐวิสาหกิจ การเพิ่มประสิทธิภาพของรัฐวิสาหกิจ ลดภาระรัฐบาลที่ต้องช่วยเหลือด้านการเงินแก่รัฐวิสาหกิจ จึงควรแก้ไขข้อจำกัดทางกฎหมายในส่วนต่างๆที่ได้พิจารณาแล้วของการที่รัฐวิสาหกิจจะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดประโยชน์แก่การพัฒนาวิสาหกิจให้สามารถสนองความต้องการของประชาชนที่มีต่อบริการสาธารณะได้อย่างทั่วถึง