

ปัญหาและอุปสรรคทางกฎหมายต่อการระดมทุนในตลาดทุน : ศึกษาเฉพาะกรณีการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

LEGAL ISSUES AND OBSTACLES ON FUNDRAISING IN THE CAPITAL MARKET: A CASE STUDY OF FUNDRAISING BY SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES

นวินดา หัสรังค์ *

Nawinda Hadsarang *

สมชาย รัตน์เชื้อสกุล **

Somchai Ratanachueskul **

วันที่รับบทความ 23 มิถุนายน 2566

วันที่แก้ไขบทความ 17 กรกฎาคม 2566

วันที่ตอบรับบทความ 18 กรกฎาคม 2566

* นักศึกษาหลักสูตรนิติศาสตรมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ปริดี พนมยงค์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

* LL.M. Student, Pridi Banomyong Faculty of Law, Dhurakij Pundit University

* e-mail: 625154080002@dpu.ac.th

** คณบดีคณะนิติศาสตร์ปริดี พนมยงค์ คณะนิติศาสตร์ปริดี พนมยงค์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

** Dean, Pridi Banomyong Faculty of Law, Dhurakij Pundit University

** e-mail: somchai.rat@dpu.ac.th

บทคัดย่อ

สารนิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และความสำคัญในการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในเรื่องของหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไข และศึกษามาตรการทางกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องของประเทศไทยและกฎหมายต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน และสหราชอาณาจักร เพื่อนำมาวิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขในการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในตลาดทุน รวมถึงเสนอแนะแนวทางในการแก้ไขปัญหาและปรับปรุงกฎหมายและกฎเกณฑ์ให้มีประสิทธิภาพและเหมาะสม

จากการศึกษาพบว่า วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่ประสบปัญหาการขอสินเชื่อหรือการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน และต้องการใช้ช่องทางระดมทุนจากตลาดทุนซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกต้องประสบกับข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคหรือเป็นปัญหาในหลายประการ เนื่องจากมาตรการทางกฎหมายในการส่งเสริมการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในตลาดทุนไทยที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันมีประสิทธิภาพไม่เพียงพอ โดยยังมีข้อจำกัดในส่วนที่เกี่ยวข้องกับประเภทของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่สามารถใช้สิทธิในการระดมทุน การจำกัดประเภทของผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนในวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ได้ การบังคับให้ต้องเสนอขายผ่านตัวกลาง และการใช้ผู้สอบบัญชีตามรายชื่อที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด ซึ่งมาตรการเหล่านี้แตกต่างจากมาตรการที่ใช้บังคับในตลาดทุนของประเทศเกาหลีใต้ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน และสหราชอาณาจักรที่มีการกำหนดหลักเกณฑ์ซึ่งมีประสิทธิภาพมากกว่า

ดังนั้น จึงได้เสนอแนะแนวทางแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดยเห็นควรให้มีการปรับปรุงกฎหมายและกฎเกณฑ์เพื่อให้วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) สามารถระดมเงินทุนในตลาดทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและเกิดผลสำเร็จได้จริงในทางปฏิบัติมากยิ่งขึ้น และสอดคล้องกับเจตนารมณ์ในการให้ตลาดทุนเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับความต้องการเงินทุนเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

คำสำคัญ : วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม, ระดมทุน, ตลาดทุน

Abstract

This study aimed to investigate concepts, theories, and importance of fundraising by small and medium enterprises (SMEs), with regards to criteria, methods, and conditions, in the capital market. Legal measures and regulations related to fundraising in Thailand, as well as laws in other countries such as South Korea, the Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China, and the United Kingdom, were also analyzed. Subsequently,

problems related to criteria, methods, and conditions of fundraising by SMEs in the capital market were analyzed, and recommendations for solving problems and improving the effectiveness and suitability of Thai laws and regulations were proposed.

The results revealed that SMEs who have difficulties in obtaining loans or borrowing money from financial institutions and need to raise funds from the capital market, an alternative source of funds, are facing a lot of limitations. This is because current legal measures promoting fundraising of SMEs in the Thai capital market are inefficient. There are limitations on the types of SMEs who have rights to raise funds, restrictions on types of investors who can invest in SMEs, mandatory use of intermediaries for offering sales, and use of auditors only in the list approved by the Office of the Securities and Exchange Commission. Such measures differ from the measures enforced in the capital markets of South Korea, Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China, and the United Kingdom, which have more effective criteria.

Therefore, solutions to address these issues are amending laws and regulations to allow SMEs to efficiently and effectively raise capital in the capital market and to align with the spirit of making the capital market a source of funding for economic development of the country.

Keywords: Small and Medium Enterprises, Fundraising, Capital Market

1. บทนำ

วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (Small and Medium Enterprises : SMEs) เป็นหน่วยธุรกิจที่มีจำนวนมากที่สุดของประเทศ โดยประเทศไทยมีผู้ประกอบการที่เป็น SMEs จำนวนกว่า 3,105,096 ราย หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 99.53 ของกิจการทั้งหมด กิจการเหล่านี้ก่อให้เกิดการจ้างงานและช่วยเพิ่มมูลค่าการส่งออกของประเทศ แม้ว่า SMEs จะมีความสำคัญโดยเป็นหนึ่งในกลไกในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ แต่ SMEs มักประสบปัญหาในการหาเงินทุน เนื่องจาก SMEs ส่วนมากเป็นธุรกิจที่จัดตั้งขึ้นใหม่ ยังไม่มีประวัติธุรกรรมทางการเงิน แผนธุรกิจ และการรับประกันรายได้ในอนาคตที่มีความน่าเชื่อถือ ประกอบกับสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ที่จะนำมาค้ำประกันเพื่อขอสินเชื่ออาจมีจำกัด การขอสินเชื่อหรือการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินจึงทำได้ยาก ทำให้ SMEs จำนวนมากประสบปัญหาในการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน และเมื่อ SMEs เหล่านี้ต้องการหาเงินทุนโดยใช้ตลาดทุนเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกเพื่อระดมทุน กล่าวคือ ออกและเสนอขายหุ้นต่อ

ประชาชนผ่านตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ (LIVeX) ซึ่งเป็นกระดานสำหรับกิจการ SMEs ในการซื้อขายหุ้น กิจการ SMEs จะพบเจอกับข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคหรือเป็นปัญหาในหลายประการในการระดมทุน ดังนี้

1) ปัญหาในเรื่องของการจำกัดประเภทของ SMEs ที่สามารถใช้สิทธิระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ ตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 71/2564 เรื่อง การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่โดยบริษัทมหาชนจำกัดเพื่อการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์และการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์¹ (“ประกาศที่ ทจ. 71/2564”) กฎหมายเปิดช่องให้ SMEs ประเภทบริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้นที่สามารถเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่เพื่อการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ ทั้งที่ลักษณะหรือรูปแบบของกิจการ SMEs มีหลากหลายประเภท โดยส่วนมากมักจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัทจำกัด การกำหนดหลักเกณฑ์เช่นนี้ย่อมเป็นการปิดกั้นให้ SMEs ที่เป็นบริษัทจำกัดหรือจัดตั้งในรูปแบบอื่นไม่สามารถเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ได้

2) ปัญหาในเรื่องของการจำกัดประเภทหรือลักษณะของผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนใน SMEs ได้ ตามที่กำหนดในประกาศที่ ทจ. 71/2564 แม้ว่าหลักเกณฑ์จะระบุว่า SMEs สามารถเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปได้ แต่มีการกำหนดกลุ่มบุคคลไว้โดยเฉพาะในภาคผนวกท้ายประกาศ เช่น นิติบุคคลร่วมลงทุน กิจการเงินร่วมลงทุน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ หรือผู้ลงทุนรายใหญ่ ซึ่งการจำกัดกลุ่มบุคคลดังกล่าวจะทำให้การระดมทุนไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร เนื่องจากการเสนอขายได้เพียงบุคคลในวงจำกัดหรือบุคคลเฉพาะกลุ่มเท่านั้น อาจยังไม่ตอบโจทย์ที่ความต้องการเงินทุนของ SMEs ทั้งนี้ หากเปิดให้ SMEs สามารถเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปได้อย่างแท้จริง จะทำให้มีกลุ่มของบุคคลที่ SMEs สามารถระดมทุนได้หลากหลายมากขึ้น

3) ปัญหาในเรื่องของการบังคับให้ SMEs ต้องเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง ตามที่กำหนดในประกาศที่ ทจ. 71/2564 SMEs ที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ต้องดำเนินการเสนอขายหุ้นผ่านบริษัทหลักทรัพย์ประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งหลักเกณฑ์นี้จะเป็นการสร้างความยุ่งยากและเพิ่มภาระค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการระดมทุนให้กับ SMEs เนื่องจากต้องเสียค่าธรรมเนียมให้กับตัวกลางในการที่ตัวกลางดำเนินการจัดจำหน่ายหุ้นให้

4) ปัญหาในเรื่องของการบังคับให้ SMEs ต้องใช้ผู้สอบบัญชีที่อยู่ในบัญชีที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ให้ความเห็นชอบ ตามที่กำหนดในประกาศที่ ทจ. 71/2564 โดย SMEs ที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ต้องดำเนินการจัดทำงบการเงิน และตรวจสอบหรือสอบทานงบการเงินโดยใช้ผู้สอบบัญชีตามรายชื่อที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ซึ่งกลุ่มผู้สอบบัญชีดังกล่าวมีจำนวนไม่มากเมื่อเทียบกับผู้สอบบัญชีที่ได้รับอนุญาตให้สอบบัญชีจากสภาวิชาชีพบัญชีทั้งหมด ทำให้ในการใช้

¹ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 71/2564 เรื่อง การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่โดยบริษัทมหาชนจำกัดเพื่อการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ และการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ ลงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2564

บริการมีความยุ่งยากกว่าปกติและต้องเสียค่าสอบบัญชีแพงกว่าผู้สอบบัญชีทั่วไปซึ่งก็มีสภาวิชาชีพบัญชีให้การรับรองอยู่แล้ว หลักเกณฑ์นี้จึงเป็นการเพิ่มภาระให้กับ SMEs

ดังที่ได้กล่าวมา จึงเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์ในการระดมทุนของกิจการ SMEs ในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์ เซ็นซ์ซึ่งเป็นตลาดทุนทางเลือกยังมีปัญหา และเป็นอุปสรรคต่อการระดมเงินทุนของกิจการ SMEs

2. แนวคิด ทฤษฎี และมาตรการเกี่ยวกับการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดทุน

การระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นธุรกรรมทางการเงินที่มีผลกระทบต่อบุคคลในวงกว้าง และอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศ จึงจำเป็นต้องได้รับการกำกับดูแลจากภาครัฐเพื่อคุ้มครองประชาชนที่นำเงินมาลงทุน และในขณะเดียวกันต้องดูแลให้มีกลไกในการกำกับบริษัทที่จะมาเสนอขายหลักทรัพย์ด้วย โดยมีแนวคิด และมาตรการในการกำกับดูแลซึ่งมีสาระสำคัญดังนี้

1) การกำกับดูแลก่อนและในช่วงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์ได้ต่อเมื่อ บริษัทได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. รวมทั้งแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวน (filing) ต้องมีผลใช้บังคับแล้ว จึงจะมีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้² ทั้งนี้ เป็นไปตามหลักการดังต่อไปนี้

1.1 การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และลักษณะของหลักทรัพย์

การกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศไทยยึดหลักการที่ให้ภาครัฐเป็นผู้พิจารณากลับกรองคุณสมบัติของบริษัทผู้ออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (Merit-based approach) ซึ่งจะแตกต่างจากหลักการหรือแนวคิดที่ภาครัฐจะไม่เข้าไปกลั่นกรองแต่จะเน้นให้มีการเปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้องครบถ้วนเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน (Disclosure-based approach) ซึ่งในต่างประเทศบางประเทศจะยึดหลักการ เน้นการเปิดเผยข้อมูลในการกำกับดูแลเป็นหลัก โดยมีวัตถุประสงค์ให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนและเพียงพอเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ การพิจารณากลับกรองจะขึ้นกับลักษณะและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย เช่น กรณีเสนอขายหุ้นกู้ ซึ่งผู้ลงทุนเป็นเสมือนเจ้าหนี้ของบริษัทที่มีสิทธิได้รับเงินต้นคืนและได้รับดอกเบี้ย จะมีข้อกำหนดให้ต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทและหุ้นกู้ที่จะเสนอขายในระดับที่ลงทุนได้ เนื่องจากผู้ลงทุนมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับดอกเบี้ยหรือเงินต้นคืนเมื่อครบกำหนดเวลาไถ่ถอนหุ้นกู้³

² ศักรินทร์ ร่วมรังษี, “แนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล (Initial Coin Offering) เพื่อสนับสนุนยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล” (หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักร รุ่นที่ 60 วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร 2560 - 2561), น. 47 – 48.

³ พิเศษ เสตเสถียร, กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ชุดกฎหมายสำหรับนักบริหารและนักธุรกิจ, พิมพ์ครั้งที่ 2 (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์ นิติธรรม, 2539), น. 30.

1.2 การเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่เสนอขาย⁴

นอกจากหลักการกำกับดูแลแบบ Merit-based approach แล้ว ประเทศไทยยังนำหลักการกำกับดูแลแบบ Disclosure-based approach มาใช้ควบคู่กันไปด้วย โดยมีการกำหนดให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลขั้นต่ำทั้งก่อนและระหว่างเสนอขาย ซึ่งครอบคลุมถึงลักษณะของธุรกิจ สถานะการเงิน ผลการดำเนินงานและความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลจะถูกระบุไว้ในแบบ filing

2) การกำกับดูแลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

นอกจากการกำกับดูแลในช่วงก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์แล้ว ยังมีการกำกับดูแลในช่วงหลังจากที่มีการเสนอขายและบริษัทมีการดำเนินการอย่างต่อเนื่อง โดยมีข้อกำหนดที่ต้องปฏิบัติตาม 2 ส่วน ได้แก่

2.1 หน้าที่เปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์

เมื่อบริษัทได้ระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไปแล้ว บริษัทจะถูกกำหนดให้มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลสำคัญ เช่น งบการเงินและรายงานทางการเงิน การทำธุรกรรมที่มีสาระสำคัญ การถือครองหลักทรัพย์ของกรรมการและผู้บริหาร หรือเหตุการณ์สำคัญต่าง ๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อฐานะการเงินหรือผลการดำเนินการของบริษัท เป็นต้น เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับรู้ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจซื้อขายและลงทุนต่อไป

2.2 การคุ้มครองสิทธิในฐานะผู้ถือหลักทรัพย์

เมื่อบริษัทมีการระดมทุนจากประชาชนหรือผู้ลงทุนทั่วไป ในบริษัทก็จะมีผู้ถือหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่และรายย่อย จึงต้องมีกลไกที่จะป้องกันหรือคุ้มครองสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ที่อาจได้รับผลกระทบจากการดำเนินกิจการของบริษัท ซึ่งมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับลักษณะและประเภทของหลักทรัพย์

กรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้น จะมีหลักเกณฑ์หรือมีกลไกที่สำคัญในการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น เช่น การกำหนดให้ต้องขายหุ้นที่ออกใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นเดิมก่อนเพื่อป้องกันการลดสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการ การกำหนดให้การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินสำคัญหรือรายการที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของบริษัท (Conflict of interest) ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลและได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน หรือการกำหนดให้กรรมการหรือผู้บริหารต้องมีหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวัง (Fiduciary duties)

กรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นกู้ จะมีหลักเกณฑ์หรือมีกลไกที่สำคัญในการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ ในฐานะของเจ้าหนี้ เช่น การกำหนดข้อตกลงและเงื่อนไขต่าง ๆ ของหุ้นกู้ รวมทั้งข้อตกลงเกี่ยวกับสิทธิหน้าที่และความรับผิดชอบระหว่างบริษัทผู้ออกหุ้นกู้กับผู้ถือหุ้นกู้ หรือที่เรียกว่า ข้อกำหนดสิทธิ ตลอดจนการจัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ซึ่งทำหน้าที่เสมือนเป็นตัวแทนในการดูแลรักษาสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวง

3) ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

⁴ โยชิตา ซ้ายขวัญ, “มาตรการกำกับและดูแลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชน,” (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2562), น. 32.

ความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล คือ การที่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลมากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง และใช้ข้อมูลนั้นในการทำธุรกรรมที่ได้เปรียบหรือเอาเปรียบอีกฝ่ายหนึ่ง ซึ่งความไม่สมมาตรนี้อาจทำให้เกิดความล้มเหลวของตลาด ในกรณีของตลาดทุน หากผู้บริหารของบริษัทที่ออกและเสนอขายหลักทรัพย์รู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทของตนมากกว่านักลงทุน นักลงทุนก็จะเผชิญกับปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากนักลงทุนไม่รู้ข้อมูลทั้งหมด และในท้ายที่สุดนักลงทุนอาจตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่ไม่ดีหรือลงทุนในบริษัทด้วยราคาที่แพงกว่าความเป็นจริง และด้วยเหตุนี้จึงเกิดกรณีที่หน่วยงานกำกับดูแลเข้ามาดูแลให้บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วนแก่นักลงทุนเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

3. มาตรการและหลักเกณฑ์ในการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดทุนตามกฎหมายไทยและต่างประเทศ

มาตรการและหลักเกณฑ์ในการระดมทุนของกิจการ SMEs ในตลาดทุนผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานเฉพาะของแต่ละประเทศย่อมมีความแตกต่างกันไป ในการศึกษากฎหมายไทยและต่างประเทศ พบว่าหลักเกณฑ์ของประเทศเกาหลีใต้ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน และสหราชอาณาจักรมีดังนี้

1) มาตรการและหลักเกณฑ์ในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ LiVE Exchange (LIVEx) ของประเทศไทย

LIVEx เป็นตลาดหลักทรัพย์ทางเลือกสำหรับ SMEs ที่ยังไม่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

หลักเกณฑ์ในการรับหุ้นของ SMEs เข้าจดทะเบียนใน LIVEX จะพิจารณาคุณสมบัติของ SMEs โดยต้องเป็นกิจการ SMEs ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัทมหาชนจำกัดและมีลักษณะครบถ้วนตามที่กฎหมายกำหนด

ในส่วนของผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนในกิจการ SMEs เหล่านี้ จะต้องเป็นผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะตามที่กำหนดไว้ เช่น นิติบุคคลร่วมลงทุน กิจการเงินร่วมลงทุน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ หรือผู้ลงทุนรายใหญ่ ทั้งนี้ไม่รวมถึงประชาชนทั่วไปที่เป็นผู้ลงทุนรายย่อย

กิจการ SMEs ต้องเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง กล่าวคือ บริษัทหลักทรัพย์ประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ได้รับใบอนุญาตจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จากสำนักงาน ก.ล.ต. รวมทั้งต้องจัดทำงบการเงินและการเงินต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีตามรายชื่อที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบเท่านั้น

2) มาตรการและหลักเกณฑ์ในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ Korea New Exchange (KONEX) ของประเทศเกาหลีใต้

KONEX เป็นตลาดหลักทรัพย์ทางเลือกสำหรับ SMEs ที่ยังไม่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่หรือตลาดหลักทรัพย์หลักได้ หลักเกณฑ์ในการรับหุ้นของ SMEs เข้าจดทะเบียนใน KONEX (Listing Rules) จะพิจารณาคุณสมบัติของ SMEs โดยแบ่งเกณฑ์การพิจารณาออกเป็นเกณฑ์เชิงปริมาณและเกณฑ์เชิงคุณภาพ โดยไม่ได้กำหนดว่ากิจการ SMEs ซึ่งจะเข้าซื้อขายใน KONEX ต้องจัดตั้งขึ้นใน

รูปแบบใดเพียงแค่ว่าต้องเป็นไปตามบทนิยามที่กำหนดใน Framework Act on Small and Medium Enterprises และ Enforcement Decree of The Framework Act on Small and Medium Enterprises

การพิจารณาเกณฑ์เชิงปริมาณ จะไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน เช่น ยอดขายและกำไรสุทธิของกิจการ แต่จะใช้เกณฑ์การพิจารณาภาพรวมของธุรกิจ และความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน ในส่วนของการพิจารณาเกณฑ์เชิงคุณภาพ จะดำเนินการตรวจสอบคุณสมบัติเชิงคุณภาพของ SMEs ว่ามีเรื่องใดที่ไม่เหมาะสมสำหรับการเป็นกิจการที่มีส่วนได้เสียในผลประโยชน์สาธารณะและการคุ้มครองผู้ลงทุนหรือไม่

ในส่วนของนักลงทุนที่สามารถลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ KONEX หากเป็นนักลงทุนทั่วไปจะต้องมีฐานะการเงินที่มั่นคงโดยนักลงทุนรายบุคคล⁵ที่ต้องการจะลงทุนต้องมีเงินฝากอย่างน้อย 30 ล้านบาทหรือมากกว่านั้น เนื่องจาก KONEX ต้องการจำกัดให้เฉพาะผู้ลงทุนที่มีความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม บุคคลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความสามารถในการรับความเสี่ยงเพียงพอหรือมีความเป็นมืออาชีพในการลงทุน ที่มักเรียกว่า นักลงทุนมืออาชีพ (professional investors)⁶ เช่น สถาบันการเงิน ธนาคารแห่งชาติ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ หรือพนักงานของกิจการนั้น ๆ เป็นต้น จะได้รับการยกเว้นจากการมีเงินฝากตามที่กำหนด

ในกรณีของการเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลางนั้น หลักเกณฑ์ไม่ได้กำหนดให้กิจการ SMEs ที่ประสงค์จะเข้าจดทะเบียนซื้อขายหุ้นในตลาด ต้องจัดให้มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนที่จะยื่นคำขออนุญาต แต่กำหนดให้ต้องมีการแต่งตั้งที่ปรึกษาที่ได้รับมอบหมาย (designated advisor) เพื่อช่วยเตรียมตัวให้กิจการก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยทำหน้าที่สอบทานธุรกิจ (due diligence) และจัดทำรายงานคุณสมบัติของกิจการ

ในกรณีของการจัดให้มีผู้สอบบัญชี กิจการ SMEs ที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาด KONEX ได้รับยกเว้นภาระหน้าที่ในการแต่งตั้งผู้สอบบัญชีภายนอก (External Auditor)⁷ ที่ต้องได้รับอนุญาตให้สอบบัญชีโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (The Securities and Futures Commission) และการปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศของเกาหลีใต้ (The Korean International Financial Reporting Standards : K-IFRS)⁸ ตามพระราชบัญญัติการตรวจสอบบัญชีโดยผู้สอบบัญชีภายนอกของบริษัทที่เสนอขายหุ้น เพื่อช่วยแบ่งเบาภาระค่าใช้จ่ายของ SMEs อย่างไรก็ตาม

⁵ The Financial Investment Services and Capital Markets Act, Article 9(6)

⁶ Enforcement Decree of The Financial Investment Services and Capital Markets Act, 10

⁷ Enforcement Decree of The Act on External Audit Of Stock Companies, Article 6, 14(6) 1.(c), 15(2)

⁸ Korea Exchange, “External Audit’ (Korea Exchange),” สืบค้นเมื่อวันที่ 10 กรกฎาคม 2565, จาก

<https://global.krx.co.kr/contents/GLB/03/0303/0303070200/GLB0303070200.jsp#dd765cb635cfec1fbac0855fa38117d6=3>.

ภายหลังจากที่ SMEs สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KONEX จะต้องแต่งตั้งผู้สอบบัญชีภายนอก ภายใน 4 เดือนหลังจากเริ่มรอบปีบัญชีและรับการตรวจสอบบัญชีจากผู้สอบบัญชีดังกล่าว

3) มาตรการและหลักเกณฑ์ในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ Growth Enterprise Market (GEM) ของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน

GEM เป็นกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ทางเลือก สำหรับกิจการที่มีขนาดเล็กถึงขนาดกลางรวมถึงกิจการ SMEs ซึ่งเป็นกิจการที่ไม่ใหญ่มากพอที่จะสามารถเข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หลักได้⁹ GEM ดำเนินการตามหลักปรัชญาที่ว่า ผู้ซื้อต้องใช้ความระมัดระวังในการลงทุน (buyers beware) และปล่อยให้การซื้อขายเป็นไปตามกลไกตลาด ผ่านระบบการเปิดเผยข้อมูล (disclosure based) ที่แข็งแกร่ง

GEM Listing Rules ไม่ได้มีการกำหนดรูปแบบของกิจการ SMEs ไว้ว่าต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบใด เพียงแค่กำหนดคุณสมบัติของกิจการที่จะเข้าระดมทุนไว้¹⁰ โดยกำหนดให้กิจการต้องมีคุณสมบัติทางการเงินย้อนหลัง 2 ปีเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด คือ มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานรวม 2 ปีเป็นบวก ≥ 30 ล้านเหรียญฮ่องกงและมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ≥ 150 ล้านเหรียญฮ่องกง

ในส่วนของนักลงทุน พบว่า GEM Listing Rules ไม่มีหลักเกณฑ์ที่จำกัดประเภทของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ GEM แต่อย่างใด ผู้ลงทุนทุกประเภทรวมถึงผู้ลงทุนรายย่อยสามารถเข้าซื้อขายหุ้นได้โดยต้องยอมรับความเสี่ยงในการลงทุนเอง

ในกรณีของการเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลางนั้น GEM Listing Rules ไม่บังคับให้ต้องมีการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในการช่วยกิจการจำหน่ายหุ้นเพียงแค่กำหนดเป็นทางเลือก แต่บังคับให้กิจการต้องแต่งตั้งผู้สนับสนุนการเข้าจดทะเบียน (Sponsor) โดย Sponsor จะทำหน้าที่สอบทานธุรกิจตามเกณฑ์ในการพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทอย่างละเอียดรอบครอบ

ในกรณีของการจัดให้มีผู้สอบบัญชี GEM Listing Rules กำหนดให้บริษัทที่จะเข้าเสนอขายหลักทรัพย์ ต้องจัดทำงบการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนด และผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (CPA : Certified Public Accountant) เพื่อเปิดเผยในเอกสารการขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ภายหลังจากการเข้าจดทะเบียน บริษัทจึงจะมีหน้าที่จัดทำงบการเงินประจำปีโดยต้องได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนเป็นผู้สอบบัญชีกิจการสาธารณะ (public interest entity auditor : PIE) ภายใต้สภาการรายงานทางการเงินฮ่องกง (Hong Kong Financial Reporting Council : FRCO)

4) มาตรการและหลักเกณฑ์การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ Alternative Investment Market (AIM) ของสหราชอาณาจักร

⁹ The Stock Exchange of Hong Kong Limited, “Market Features & Regulation,” สืบค้นเมื่อวันที่ 1 กันยายน 2565, จาก https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/GEM?sc_lang=en.

¹⁰ GEM Listing Rules (Chapter 11), 11.12A (1)

ตลาดหลักทรัพย์ AIM เป็นตลาดทางเลือกสำหรับกิจการที่มีขนาดเล็กรวมถึงกิจการ SMEs ซึ่งเป็นกิจการระยะเริ่มต้นที่ยังไม่มีคุณสมบัติครบถ้วนเพียงพอที่จะเข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักได้ รูปแบบการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ AIM ตั้งอยู่บนแนวทางการกำกับดูแลแบบ “comply-or-explain” คือ ปฏิบัติตามหรืออธิบาย ซึ่งรูปแบบนี้มักใช้ในการกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาลและการกำกับดูแลทางการเงิน โดยแทนที่หน่วยงานกำกับดูแลของภาครัฐ (Financial Reporting Council : FRC) จะกำหนดกฎหมายที่มีผลผูกพัน กลับกำหนดหลักปฏิบัติ (Code) แทน ซึ่งบริษัทอาจปฏิบัติตามหลักปฏิบัติที่กำหนดหรือหากไม่ปฏิบัติตาม จะต้องอธิบายต่อสาธารณะว่าเหตุใดจึงไม่ปฏิบัติตาม โดยจุดประสงค์ของแนวทาง “comply-or-explain” คือ เพื่อให้นักลงทุนในตลาดตัดสินใจว่าชุดของมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการหรือหลักธรรมาภิบาล (Corporate Governance Code) ที่บริษัทเลือกมาปฏิบัตินั้นเหมาะสมกับบริษัทหรือไม่

AIM Rules กำหนดให้กิจการหรือบริษัทที่จะเข้าซื้อขายต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัทมหาชนจำกัด หรือหากเป็นกิจการหรือบริษัทต่างประเทศจะต้องมีลักษณะเช่นเดียวกับบริษัทมหาชนจำกัดตามกฎหมายสหราชอาณาจักร หรือ Companies Act 2006

ในส่วนของนักลงทุนที่สามารถลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ AIM นั้น อาจเป็นได้ทั้งนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย ในกรณีที่เป็นนักลงทุนรายย่อยจะต้องมีบัญชีเงินฝากออมทรัพย์ส่วนบุคคลเพื่อใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งโดยปกติแล้วจะต้องมีเงินขั้นต่ำ 20,000 ปอนด์ในการเปิดบัญชี

ในกรณีของการเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง AIM Rules กำหนดให้บริษัทหรือกิจการต้องแต่งตั้ง Broker เพื่อให้บริการและอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดและการแต่งตั้ง Broker นี้ จะต้องแต่งตั้งให้ทำหน้าที่ตลอดเวลาที่บริษัทยังดำรงอยู่ นอกจากการแต่งตั้ง Broker แล้ว บริษัทยังต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาที่เรียกว่า Nominated Adviser (Nomads) ให้ทำหน้าที่ตรวจสอบและสอบทานบริษัทอย่างละเอียดว่าบริษัทมีคุณสมบัติครบถ้วน และเหมาะสมที่จะเข้าซื้อขายใน AIM หรือไม่ รวมทั้งคอยให้คำแนะนำให้บริษัทปฏิบัติตาม AIM Rules

ในกรณีของการจัดให้มีผู้สอบบัญชี AIM Rules กำหนดให้บริษัทที่จะเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ ต้องจัดทำงบการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่กำหนด และเนื่องจาก AIM เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทหรือกิจการจากต่างประเทศเข้ามาซื้อขายในกระดาน AIM Rules จึงแบ่งแยกมาตรฐานที่ต้องปฏิบัติตามแตกต่างกันไปตามประเทศที่กิจการนั้นจัดตั้ง และงบการเงินที่จะเปิดเผยในเอกสาร Admission Document ต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชี ในกรณีบริษัทที่จัดตั้งในสหราชอาณาจักร งบการเงินต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต แต่ไม่จำเป็นต้องขึ้นทะเบียนกับหน่วยงานกำกับดูแล

4. วิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับการระดมทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดทุน

4.1 ปัญหาในเรื่องของการจำกัดประเภทของ SMEs ที่สามารถใช้สิทธิระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์โลฟท์เอ็กซ์ เช่นจากการศึกษาพบว่าบริษัทที่สามารถเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่และนำหุ้นเข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาด

หลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ได้จะต้องเป็นบริษัทที่จัดตั้งในรูปแบบของบริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้น โดยต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อน บริษัทจึงสามารถไปยื่นขอจดทะเบียนเสนอขายหุ้นกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในข้อ 13(1) ของประกาศที่ ทจ. 71/2564 และข้อ 6(1) ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีความเหมือนกับเกณฑ์ในการรับกิจการ SMEs เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ AIM (AIM Rules) ของสหราชอาณาจักร ที่กำหนดให้กิจการหรือบริษัทที่จะเข้าซื้อขายต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัทมหาชนจำกัด หรือหากเป็นกิจการหรือบริษัทต่างประเทศจะต้องมีลักษณะเช่นเดียวกับบริษัทมหาชนจำกัดตามกฎหมายสหราชอาณาจักร หรือ Companies Act 2006 แต่เกณฑ์เรื่องนี้มี ความแตกต่างจากเกณฑ์ในการรับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนของประเทศเกาหลีใต้ที่ไม่ได้กำหนดว่ากิจการ SMEs ซึ่งจะเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ KONEX ต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบใดเพียงแต่ต้องเป็นไปตามบทนิยามที่กำหนดใน Framework Act on Small and Medium Enterprises และ Enforcement Decree of The Framework Act on Small and Medium Enterprises และแตกต่างจากเกณฑ์ในการรับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนของฮ่องกง (GEM Listing Rules) ที่ไม่ได้มีการกำหนดรูปแบบในการจัดตั้งกิจการ SMEs ไว้เช่นเดียวกัน เพียงแค่กำหนดคุณสมบัติของกิจการที่จะเข้าระดมทุนไว้ ดังนั้นเมื่อพิจารณาตามหลักเกณฑ์ของทั้ง 4 ประเทศ จะเห็นได้ว่าการจำกัดประเภทของกิจการ SMEs ที่สามารถเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทางเลือกได้ มีแค่เพียงประเทศไทยและสหราชอาณาจักรเท่านั้นที่กำหนดคุณสมบัติดังกล่าว หลักเกณฑ์หรือกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้และฮ่องกง ไม่มีประเทศใดกำหนดรูปแบบหรือประเภทของกิจการ SMEs มีเพียงการกำหนดบทนิยามหรือคุณสมบัติเฉพาะเท่านั้น ดังนั้นการที่หลักเกณฑ์ของไทยเปิดช่องให้ SMEs ประเภทบริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้นที่สามารถระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ได้ ทั้งที่ลักษณะหรือรูปแบบของกิจการ SMEs มีหลากหลายประเภท ซึ่งส่วนมากมักจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัทจำกัดย่อมเป็นการปิดกั้นให้ SMEs ที่เป็นบริษัทจำกัดไม่สามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์เป็นช่องทางการระดมทุนทางเลือกได้

4.2 ปัญหาในเรื่องของการจำกัดประเภทหรือลักษณะของผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนใน SMEs ได้จากการศึกษาพบว่าหลักเกณฑ์ในข้อ 16 แห่งประกาศที่ ทจ. 71/2564 มีการกำหนดประเภทหรือลักษณะของผู้ลงทุนที่กิจการ SMEs สามารถเสนอขายหุ้นให้เอาไว้อย่างเฉพาะ โดยต้องเป็นไปตามภาคผนวกท้ายประกาศดังกล่าว ทำให้กิจการ SMEs ที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ไม่สามารถเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปได้ดังเช่นการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ SET หรือตลาดหลักทรัพย์ mai ซึ่งแตกต่างจากหลักเกณฑ์ในส่วนของประเทศเกาหลีใต้ ตลาดหลักทรัพย์ KONEX กำหนดให้กิจการ SMEs สามารถเสนอขายหุ้นให้นักลงทุนมืออาชีพและนักลงทุนรายย่อยได้ เพียงแต่จำกัดการเสนอขายให้เฉพาะนักลงทุนรายย่อยซึ่งมีฐานะการเงินที่มั่นคง โดยต้องมีเงินฝากอย่างน้อย 30 ล้านวอนหรือมากกว่านั้น แต่เนื่องจากหลักเกณฑ์ดังกล่าวทำให้มีนักลงทุนรายย่อยเข้ามาซื้อขายหุ้นไม่มากนัก ส่งผลให้เกิดการขาดสภาพคล่อง ดังนั้น ในท้ายที่สุด Financial Services Commission (FSC) จึงได้กำหนดนโยบายในการยกเลิกหลักเกณฑ์ให้นักลงทุนรายย่อย

ต้องมีบัญชีเงินฝากอย่างน้อย 30 ล้านบาท และในส่วนของฮ่องกง เมื่อพิจารณาตาม GEM Listing Rules แล้วไม่พบว่า มีหลักเกณฑ์ที่จำกัดประเภทของผู้ลงทุนใน GEM แต่อย่างใด ผู้ลงทุนทุกประเภทรวมถึงผู้ลงทุนรายย่อยสามารถเข้าซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ GEM ได้โดยต้องยอมรับความเสี่ยงในการลงทุนเอง รวมทั้งในส่วนของสหราชอาณาจักร ตลาดหลักทรัพย์ AIM กำหนดให้นักลงทุนหลากหลายประเภทสามารถเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ใน AIM ได้ โดยได้แก่นักลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย โดยในกรณีของนักลงทุนรายย่อยนั้นจะต้องมีบัญชีเงินฝากออมทรัพย์ส่วนบุคคลที่เปิดเพื่อใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการจำกัดประเภทหรือลักษณะของผู้ลงทุน นอกจากจะส่งผลให้การระดมทุนไม่ประสบความสำเร็จตามที่ควรจะเป็น เนื่องจากเสนอขายได้เพียงบุคคลในวงจำกัดหรือบุคคลเฉพาะกลุ่มเท่านั้น ยังทำให้เกิดการขาดสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์อย่างเช่นกรณีที่เกิดในประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งในท้ายที่สุดก็ต้องมีการแก้เกณฑ์โดยการผ่อนปรนคุณสมบัติของผู้ลงทุนเนื่องจากตลาดขาดสภาพคล่อง

4.3 ปัญหาในเรื่องของการบังคับให้ SMEs ต้องเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง จากการศึกษาพบว่าในการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ของกิจการ SMEs เพื่อระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไพล์เอ็กซ์เชนจ์ ประกาศที่ ทจ. 71/2564 กำหนดให้บริษัทต้องดำเนินการเสนอขายหุ้นผ่านบริษัทหลักทรัพย์ประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) จากสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งการกำหนดหลักเกณฑ์เช่นนี้ SMEs จะต้องเสียค่าจ้างและค่าธรรมเนียมให้กับตัวกลางในการที่ตัวกลางดำเนินการจัดจำหน่ายหุ้น ซึ่งมีความเหมือนกับเกณฑ์การเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ AIM ของสหราชอาณาจักร โดย AIM Rules กำหนดให้บริษัทหรือกิจการต้องแต่งตั้ง Broker เพื่อได้รับผิดชอบและอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดและการแต่งตั้ง Broker นี้ จะต้องแต่งตั้งให้ทำหน้าที่ตลอดเวลาที่บริษัทยังดำรงอยู่ แต่เกณฑ์เรื่องนี้มีแตกต่างจากในส่วนของประเทศเกาหลีใต้ที่การเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KONEX หลักเกณฑ์ไม่ได้กำหนดให้กิจการ SMEs ต้องจัดให้มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนที่จะยื่นคำขออนุญาต แต่หลักเกณฑ์กำหนดให้ต้องมีการแต่งตั้งที่ปรึกษาที่ได้รับมอบหมาย เพื่อช่วยเตรียมตัวให้กิจการก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่หากเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลัก กิจการหรือบริษัทจะต้องมีการแต่งตั้งหรือว่าจ้างบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตจาก Securities and Futures Commission ให้เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนที่จะยื่นคำขออนุญาต และหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ GEM ของฮ่องกงก็ไม่บังคับให้ต้องมีการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในการช่วยกิจการจำหน่ายหุ้นเพียงแต่กำหนดเป็นทางเลือก แต่บังคับให้กิจการต้องแต่งตั้ง Sponsor เพื่อพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทอย่างละเอียดรอบครอบ

จากการพิจารณาเปรียบเทียบจะเห็นได้ว่าการบังคับให้ SMEs ต้องเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลางหรือบริษัทหลักทรัพย์ประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ มีเพียงประเทศไทยและสหราชอาณาจักรเท่านั้นที่กำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าว แต่มีความแตกต่างในช่วงของระยะเวลา โดยเกณฑ์ของประเทศไทยบังคับให้ต้องขายหุ้นผ่านตัวกลางเฉพาะเวลาที่บริษัทเริ่มเข้าไปซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไพล์เอ็กซ์เชนจ์

ส่วนเกณฑ์ของสหราชอาณาจักร จะบังคับให้กิจการต้องมีการจ้างตัวกลางตลอดเวลาที่ดำเนินกิจการ ในส่วน
ของหลักเกณฑ์ของประเทศเกาหลีใต้และฮ่องกง ไม่มีประเทศใดกำหนดให้กิจการที่ระดมทุนผ่านตลาด
หลักทรัพย์ทางเลือกต้องมีการเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง เนื่องจากเห็นว่าเป็นการเพิ่มภาระค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนใน
การระดมทุนให้กับกิจการที่ยังมีขนาดไม่ใหญ่มากนัก

4.4 ปัญหาในเรื่องของการบังคับให้ SMEs ต้องใช้ผู้สอบบัญชีที่อยู่ในบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ
จากการศึกษาพบว่ากิจการ SMEs ที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ ต้องจัดทำงบการเงิน
และงบการเงินต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีตามรายชื่อที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบเท่านั้น
ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในข้อ 13(3)(ข) แห่งประกาศที่ ทจ. 71/2564 ซึ่งการกำหนดหลักเกณฑ์ให้ SMEs ต้อง
ใช้ผู้สอบบัญชีตามรายชื่อดังกล่าว หรือที่เรียกว่าผู้สอบบัญชีในตลาดทุน ทำให้เกิดปัญหาขาดแคลนผู้สอบบัญชี
เนื่องจากมีจำนวนผู้สอบบัญชีไม่เพียงพอ ทั้งที่การตรวจสอบงบการเงินสามารถใช้ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทั่วไป
ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนและได้รับใบอนุญาตจากสภาวิชาชีพบัญชีอยู่แล้ว ซึ่งแตกต่างจากในส่วนของ
ประเทศเกาหลีใต้ หากเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลัก กิจการหรือบริษัท
จะต้องจัดทำงบการเงินและงบการเงินดังกล่าวต้องถูกตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีภายนอกที่ Securities and
Futures Commission แต่งตั้ง ทั้งนี้หากเป็นกรณีการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
KONEX กิจการ SMEs ได้รับยกเว้นหน้าที่ในการจัดหาผู้สอบบัญชีภายนอก เพื่อเป็นการลดภาระค่าใช้จ่ายใน
การเริ่มต้นเข้าระดมทุน อย่างไรก็ตามหน้าที่ดังกล่าวถูกกำหนดให้เป็นหน้าที่ภายหลังจากเข้าจดทะเบียนแล้ว
โดยต้องแต่งตั้งผู้สอบบัญชีภายนอก ภายใน 4 เดือนหลังจากเริ่มต้นรอบปีบัญชีเพื่อจัดทำงบการเงินของกิจการ
และตรวจสอบบัญชี และในส่วนของฮ่องกงกำหนดให้บริษัทที่จะเข้าเสนอขายหลักทรัพย์ต้องจัดทำงบการเงิน
ให้เป็นไปตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดและผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เพื่อ
เปิดเผยในเอกสารการขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ GEM ทั้งนี้ภายหลังจากเข้าจดทะเบียน บริษัทจึง
จะมีหน้าที่จัดทำงบการเงินประจำปีโดยต้องได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนเป็นผู้สอบบัญชี
กิจการสาธารณะ ภายใต้สภาการรายงานทางการเงินฮ่องกง รวมถึงในส่วนของสหราชอาณาจักรกำหนดให้บริษัท
ที่จะเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ AIM ต้องจัดทำงบการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่
กำหนด และเนื่องจาก AIM เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทหรือกิจการจากต่างประเทศเข้ามาซื้อขายในกระดาน
จึงแบ่งแยกมาตรฐานที่ต้องปฏิบัติตามแตกต่างกันไปตามประเทศที่กิจการนั้นจัดตั้ง และงบการเงินที่จะเปิดเผยใน
เอกสาร Admission Document ต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชี ในกรณีบริษัทที่จัดตั้งในสหราชอาณาจักร
งบการเงินต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแต่ไม่จำเป็นต้องขึ้นทะเบียนกับ
หน่วยงานกำกับดูแล

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าการบังคับให้กิจการ SMEs ต้องใช้ผู้สอบบัญชีที่อยู่ในบัญชีรายชื่อซึ่งหน่วยงานกำกับ
ดูแลกำหนดหรือให้ความเห็นชอบในการจัดทำงบการเงินเพื่อประกอบการขออนุญาตเสนอขายหุ้นในตลาด
หลักทรัพย์ทางเลือกมีแต่เพียงประเทศไทยเท่านั้นที่กำหนดคุณสมบัติดังกล่าว เมื่อพิจารณาตามหลักเกณฑ์ของ

ประเทศเกาหลีใต้จะเห็นว่ามีความคล้ายคลึงกันในการกำหนดคุณสมบัติและการขึ้นทะเบียนผู้สอบบัญชีเช่นกัน แต่เพื่อเป็นการลดภาระและต้นทุนในการระดมทุน จึงเลือกที่จะผ่อนปรนหลักเกณฑ์ให้เป็นหน้าที่ภายหลังจากที่บริษัทเข้าจดทะเบียนแล้วเพื่อให้เหมาะสมกับลักษณะและรูปแบบของกิจการ SMEs ซึ่งยังมีขนาดเล็กอยู่ในส่วนของฮ่องกงก็มีความคล้ายคลึงกับเกาหลีใต้ คือ จะกำหนดหน้าที่ในการจัดทำงบการเงินที่ต้องได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนให้เป็นหน้าที่ภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว และในส่วนของสหราชอาณาจักร AIM Rules กำหนดให้งบการเงินต้องได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (CPA) แต่ผู้สอบบัญชีดังกล่าวไม่จำเป็นต้องขึ้นทะเบียนกับหน่วยงานกำกับดูแล หรือ regulator อย่างเช่นประเทศไทย เนื่องจากเห็นว่ามีความคล้ายคลึงกับบัญชีกำกับดูแลอยู่แล้วนั่นคือ Certified Public Accountants Association (CPAA)

5. ข้อเสนอแนะ

ผู้ศึกษามีข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาในประเด็นต่าง ๆ ดังนี้

5.1 ประเด็นเกี่ยวกับการจำกัดประเภทของ SMEs ที่สามารถใช้สิทธิระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ ควรแก้ไขหลักเกณฑ์โดยเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดที่มีการขึ้นทะเบียนกับสำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถใช้สิทธิระดมทุนโดยการเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ได้ เช่นเดียวกับบริษัทประเภทมหาชนจำกัด เนื่องจาก SMEs ในปัจจุบันมีรูปแบบของกิจการที่หลากหลายซึ่งส่วนมากมักจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัทจำกัด และเพื่อให้เป็นไปตามนโยบายหรือแผนยุทธศาสตร์ชาติของรัฐบาลที่ต้องการจะสนับสนุน SMEs ให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนทางเลือกได้ การแก้หลักเกณฑ์ให้เปิดกว้างมากขึ้นจะช่วยให้กิจการ SMEs สามารถเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้มากขึ้น

ทั้งนี้ที่ผู้ศึกษาเสนอแนะเช่นนี้เนื่องจากเห็นว่าหากการกำกับดูแลควรต้องควบคู่ไปกับการปล่อยให้ตลาดเป็นไปตามกลไกตลาด และหากหน่วยงานกำกับดูแลยังคงมีความกังวลในเรื่องของการคุ้มครองสิทธิของผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นในบริษัทจำกัดที่อาจไม่มีหลักเกณฑ์ในการคุ้มครองสิทธิอย่างเช่นที่กำหนดในพ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯ หรือ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ผู้ศึกษาขอเสนอแนะให้มีการออกมาตรการหรือกลไกในเรื่องที่เห็นว่าสำคัญและจำเป็นเพื่อนำมาบังคับใช้กับบริษัทจำกัดที่เข้ามาเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไลฟ์เอ็กซ์เชนจ์ เช่น กำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการและผู้บริหารต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ ความระมัดระวังและความซื่อสัตย์สุจริต กรรมการต้องมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับส่วนได้เสีย หรือห้ามกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์กับบริษัทเพื่อป้องกันผลประโยชน์ที่ขัดกันระหว่างกรรมการและบริษัท รวมทั้งอาจกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อป้องกันบริษัทจำกัดที่จะเข้ามาระดมเงินทุนโดยหลอกลวงประชาชน ด้วยการจำกัดมูลค่าเงินระดมทุน ทั้งนี้อาจพิจารณากำหนดเพดานจำนวนเงินโดยแบ่งตามประเภทและขนาดของ SMEs

5.2 ประเด็นเกี่ยวกับการจำกัดประเภทหรือลักษณะของผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนใน SMEs ได้

ควรแก้ไขหลักเกณฑ์ในส่วนของบัญชีแนบท้ายประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. ให้สามารถเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเป็นการทั่วไปได้จริง ๆ ไม่ใช่เฉพาะกลุ่มนักลงทุนบางประเภทหรือบางลักษณะ โดยอาจกำหนดวงเงินลงทุนที่ผู้ลงทุนรายย่อยแต่ละรายจะสามารถลงทุนได้ ที่เสนอแนะเช่นนี้เนื่องจากผู้ศึกษามองว่า การจำกัดประเภทผู้ลงทุนดังกล่าวคล้ายกับเกณฑ์ที่ประเทศเกาหลีใต้เคยกำหนดมาก่อนและทำให้การระดมทุนไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร เพราะขาดความหลากหลายของนักลงทุนซึ่งท้ายที่สุดทำให้เกิดการขาดสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือ รวมทั้งกรณีดังกล่าวย่อมไม่ตอบโจทย์ความต้องการของ SMEs ในการใช้ประโยชน์จากการระดมทุนผ่านตลาดทางเลือก ทั้งนี้ผู้ศึกษาเห็นว่า การจำกัดประเภทผู้ลงทุนมีแนวโน้มจะทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไพล์เอ็กซ์เชนจ์ไม่เติบโตเท่าที่ควรเนื่องจากการกำกับดูแลที่เข้มมากเกินไปจะไม่ก่อให้เกิดการพัฒนาและเกิดผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ

5.3 ประเด็นเกี่ยวกับการบังคับให้ SMEs ต้องเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง

ในปัจจุบันการที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีการจ้างตัวกลาง (Underwriter) ก็เพื่อให้ทำหน้าที่ในการช่วยจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้กับบริษัทโดยการกระจายหลักทรัพย์ให้ประชาชนทั่วไป ซึ่งในการจ้างตัวกลางจะต้องมีการเสียค่าใช้จ่าย ผู้ศึกษามีความเห็นว่ากิจการ SMEs ยังเป็นกิจการที่มีขนาดไม่ใหญ่มากนักหากเทียบกับกิจการที่เข้าซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ SET หรือ mai ทั้งผู้ลงทุนที่จะลงทุนก็ไม่ได้มีจำนวนมากเท่ากับกิจการขนาดใหญ่ อีกทั้งประเด็นในเรื่องของค่าใช้จ่ายที่กิจการ SMEs จะต้องแบกรับเพิ่มขึ้นจากการจ้างตัวกลาง ดังนั้นการกระจายหุ้นวงกว้างโดยใช้ตัวกลางจึงเหมาะกับกิจการขนาดใหญ่มากกว่า ผู้เสนอแนะจึงมีข้อเสนอแนะว่าควรแก้ไขหลักเกณฑ์ให้ SMEs ซึ่งเป็นกิจการที่มีขนาดไม่ใหญ่มากนักไม่ต้องดำเนินการเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง เนื่องจากการสร้างความยุ่งยากและเพิ่มภาระค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการระดมทุนเพราะ SMEs ต้องเสียเงินจ้าง Underwriter ทำหน้าที่เป็นตัวกลางจัดจำหน่ายหุ้นให้ หรือหากกำหนดให้ SMEs ต้องเสนอขายหุ้นผ่านตัวกลาง ภาครัฐควรออกมาตรการทดแทน เช่น ภาครัฐช่วยออกค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ทั้งหมดหรือบางส่วน หรือควรช่วยจัดหาผู้เข้ามาดูแลเป็นที่ปรึกษาช่วยเหลือ SMEs ในกระบวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์อย่างเช่นการจัดให้มี Designated Adviser ของประเทศเกาหลีใต้หรือจัดให้มี Sponsor อย่างเช่นฮ่องกง

5.4 ประเด็นเกี่ยวกับการบังคับให้ SMEs ต้องใช้ผู้สอบบัญชีที่อยู่ในบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ

ควรแก้ไขหลักเกณฑ์โดยผ่อนปรนคุณสมบัติของผู้สอบบัญชีสำหรับกิจการ SMEs ที่จะเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไพล์เอ็กซ์เชนจ์ให้สามารถใช้ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทั่วไป ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนและได้รับใบอนุญาตจากสภาวิชาชีพบัญชีอยู่แล้ว ในการช่วยจัดเตรียมและตรวจสอบการเงินโดยไม่จำเป็นต้องเป็นผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนและมีรายชื่อตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด เนื่องจากกลุ่มผู้สอบบัญชีในตลาดทุนดังกล่าวมีจำนวนไม่เพียงพอ การจ้างผู้สอบบัญชีเฉพาะที่ขึ้นทะเบียนจะทำให้ SMEs มีความยุ่งยากมากขึ้น เพราะต้องเสียเวลาในการรอรับบริการและต้องเสียค่าสอบบัญชีแพงกว่าการใช้ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทั่วไป การแก้ไขหลักเกณฑ์นี้จะช่วยลดภาระและต้นทุนให้กับ SMEs รวมทั้งอาจแก้ไขหลักเกณฑ์โดยกำหนดให้การใช้ผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนกับหน่วยงานกำกับดูแล เป็นหน้าที่ภายหลังจากที่ SMEs สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์ได้สำเร็จแล้ว บริษัทจึงจะมีหน้าที่จัดทำงบการเงินประจำปีโดยต้องได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่ขึ้นทะเบียนเป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต และขึ้นทะเบียนกับหน่วยงานกำกับดูแลซึ่งหลักเกณฑ์ที่เสนอแนะข้างต้นมีการบังคับใช้ในฮ่องกง

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

ใจใส วงศ์พิเชษฐ. เศรษฐศาสตร์และกฎหมายขั้นพื้นฐาน : ตอนที่ 1 ตลาด-กลไกตลาด และการแข่งขัน.

กรุงเทพมหานคร : สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, 2564.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. “โครงสร้างตลาดการเงิน.” ธนาคารแห่งประเทศไทย (Bank of Thailand).”

<https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/ThaiFinancialMarketStructure/Pages/default.aspx>, 10 กรกฎาคม 2564.

พิเศษ เสตเสถียร. กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ชุดกฎหมายสำหรับนักบริหารและนักธุรกิจ.

พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์ นิติธรรม, 2539.

โยธิตา ชัยขวัญ. “มาตรการกำกับและดูแลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชน.” วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2562.

ศักรินทร์ ร่วมรังษี. “แนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล (Initial Coin Offering)

เพื่อสนับสนุนยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล.” หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักร รุ่นที่ 60

วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร, 2560 - 2561.

สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.). รายงานสถานการณ์วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

ปี 2563. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.), 2563.

ภาษาต่างประเทศ

Asia-Pacific Economic Cooperation Policy Support Unit. Overview of the SME Sector in the APEC Region: Key Issues on Market Access and Internationalization, April 2020.

Baker McKenzie, “Cross-Border Listings Guide - Hong Kong Stock Exchange (GEM).” Baker

Mc McKenzie Hong Kong, 2002

GOV UK. “Guidance: Small to medium sized enterprise (SME) action plan.” The Foreign

Commonwealth and Development Office (FCDO). <https://www.gov.uk/government/>

publications/fcdo-small-to-medium-sized-enterprise-sme-action-plan/small-to-medium-sized-enterprise-sme-action-plan

London Stock Exchange (LSE). “AIM Rules for Companies.” London Stock Exchange (LSE), 2021.

Ministry of SMEs and Startups (MSS). “Status of Korean SMEs.” Ministry of SMEs and Startups (MSS). https://www.mss.go.kr/site/eng/02/2020200000000_2019110610.jsp#