

แนวทางการสร้างกลไกธรรมาภิบาลสำหรับหุ้นกู้มีหลักประกันในประเทศไทย
APPROACH TO THE CREATION OF CORPORATE GOVERNANCE FOR
COLLATERAL DEBENTURE IN THAILAND

ศิววงศ์ ทองสงโสม¹ และ ภัทรกิตติ์ เนตินิยม¹

¹คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Siwawong Thongsongsom¹ and Pattaragit Netiniyom¹

¹Faculty of Business Administration, Kasetsart University

(Received: March 30, 2024; Revised: May 25, 2025; Accepted: June 26, 2025)

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอโดยวิเคราะห์สภาพแวดล้อม กรณีการออกหุ้นกู้มีหลักประกันในตลาดการเงินไทยที่จะมุ่งส่งเสริมกลไกธรรมาภิบาลของหุ้นกู้มีหลักประกันภายใต้กฎเกณฑ์ที่มีการใช้บังคับกรณีการกำหนดขนาดรายการที่ต้องดำเนินการหากจะจำหน่ายทรัพย์สิน หรือการเปิดเผยข้อมูลรายการที่เกี่ยวข้อง ซึ่งในกรณีขนาดรายการมีนัยสำคัญต้องมีรายงานที่ปรึกษาการเงินอิสระ และต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าการพัฒนาตลาดทุนให้เติบโตอย่างยั่งยืนเพื่อประชาชนทุกภาคส่วนสามารถเข้าถึงและใช้ประโยชน์จากตลาดทุนได้ การดำเนินงานของ ก.ล.ต. จะต้องมุ่งเน้นสร้างการคุ้มครองผู้ลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน โดยเฉพาะในส่วนของผู้ลงทุนรายย่อย หากมีการกำหนดปรับใช้หลักเกณฑ์การได้มา หรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และหลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกัน สำหรับการนำสินทรัพย์ของบริษัท จดทะเบียนมาเป็นหลักประกันหุ้นกู้ จะเป็นแนวทางหนึ่งในการสนับสนุนการสร้างกลไกธรรมาภิบาลหุ้นกู้มีหลักประกัน ในประเทศไทยให้มีความเป็นธรรมมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ การศึกษาเหตุการณ์จริง ช่วยเสริมสร้างความเกี่ยวข้องของข้อเสนอ และสนับสนุนการนำไปปฏิบัติเพื่อเพิ่มศักยภาพภายในกรอบการกำกับดูแลของอุตสาหกรรมการเงิน

คำสำคัญ: หุ้นกู้มีหลักประกัน, ธรรมาภิบาล, เกณฑ์การจำหน่ายทรัพย์สิน

ABSTRACT

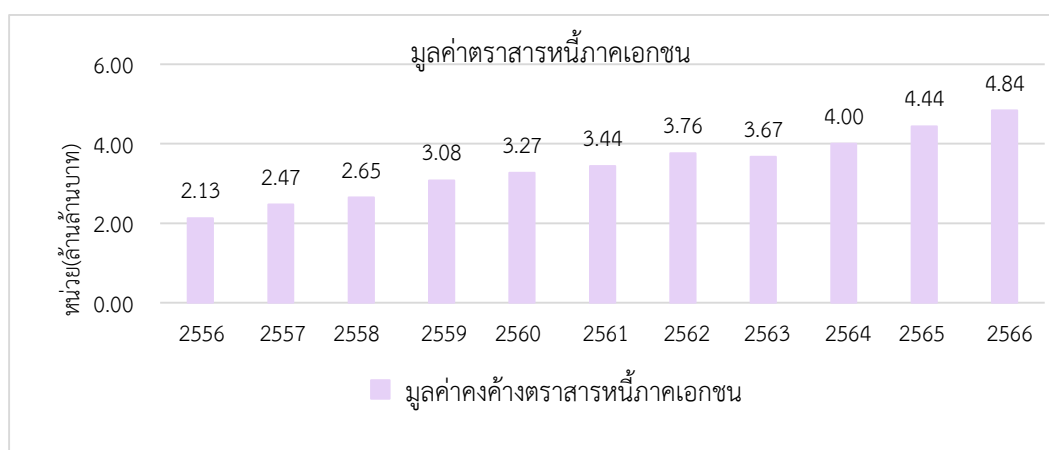
The objective of this article is to undertake an analysis of the ecosystem surrounding the issuance of secured bonds within the Thai financial market, with the explicit aim of advancing governance mechanisms conducive to their sound operation. This examination encompasses a scrutiny of the prevailing regulatory landscape governing transaction size determination and protocols for asset sales or disclosure of connected transactions. Notably, in instances where transaction magnitude warrants, compliance necessitates the provision of an independent financial advisor's report, coupled with shareholder endorsement. The study's findings underscore the imperative of nurturing the capital market to foster sustainable growth, thereby facilitating universal access and participation across all sectors. Consequently, it advocates for the Securities and Exchange Commission (SEC) to prioritize initiatives aimed at ensuring parity and safeguarding the interests of all investor demographics, with heightened attention to the protection of retail investors, particularly within the framework of asset acquisition or disposal regulations. Furthermore, the utilization of listed company assets as

collateral for bonds emerges as a strategic avenue for fortifying the establishment of equitable governance mechanisms for secured bonds in Thailand. The studies of actual events serve to reinforce the practical relevance of our proposals and bolsters their potential implementation within the financial industry's regulatory framework.

Keywords: Secured Debentures, Governance, Property Disposal Criteria

บทนำ

นับตั้งแต่ปีพุทธศักราช 2556 ตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ทั้งบริษัท ผู้ออกตราสารและมูลค่ารวมคงค้างในตลาดการเงิน อาทิ มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ภาคเอกชน มีมูลค่า 2.13 ล้านล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 18 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product; GDP) ถึงระดับ 4.84 ล้านล้านบาท ในไตรมาสที่ 4 ปี คิดเป็นร้อยละ 27 ของ GDP (ThaiBMA, 2567) มูลค่าตราสารหนี้คงค้างภาคเอกชนแสดงดังภาพต่อไปนี้



ภาพที่ 1 แสดงการขยายตัวอย่างต่อเนื่องของตราสารหนี้ภาคเอกชนนับจากปี พ.ศ.2556 หน่วยล้านบาท ที่มา: (ThaiBMA, 2567)

ทั้งนี้ในปี พ.ศ.2566 มีสัดส่วนการขยายตัวของตราสารหนี้ภาคเอกชนแยกเป็นสัดส่วนตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ภาคเอกชน 5 อันดับแรกดังนี้ (1) ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ (2) กลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค (3) กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (4) กลุ่มธนาคาร และ (5) กลุ่มธุรกิจพาณิชย์ (ThaiBMA, 2567) จากการศึกษาข้อมูล โดยส่วนใหญ่เป็นการออกตราสารหนี้ เพื่อไถ่ถอนหนี้เดิม ซึ่งในปีพุทธศักราช 2566 พบว่า สัดส่วนการเสนอขายกว่าร้อยละ 90 เป็นตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับลงทุน Investment Grade (ThaiBMA, 2567) ในส่วนตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง (High-Yield Bond) ได้แก่ กลุ่ม Non-Investment Grade และ Unrated จากการศึกษาพบว่าผู้ออกตราสารหนี้จะจัดให้มีหลักประกันเพิ่มมากขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน

ในเนื้อหาของบทความนี้ มุ่งนำเสนอห้มีหลักประกัน ซึ่งเกี่ยวข้องกับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากกว่าบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากสินค้าคงคลังของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นสินทรัพย์ ที่เหมาะกับการใช้เป็นหลักประกันในการออกหุ้นกู้แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ทั่วไป ซึ่งมีการใช้

หลักประกันส่วนใหญ่เป็นบริษัทย่อยที่บริษัทเข้าไปลงทุน ทั้งนี้ ลักษณะของหลักประกันมีความหลากหลายมากขึ้น ทั้งหุ้นที่ผู้ออกใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกัน อาทิ ที่ดิน อาคาร หรือหุ้นของบริษัท รวมถึงหุ้นที่มีบุคคลหรือนิติบุคคลอื่น เช่น บริษัทแม่ค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้น การออกหุ้นกู้ประเภทนี้ ต้องแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้น เพื่อทำหน้าที่ดูแลและสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุน โดยส่วนมากหุ้นกุ่มีหลักประกันเกือบทั้งหมดไม่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้น ทั้งนี้ นักลงทุนสถาบันโดยทั่วไปจำเป็นต้องจำกัดการลงทุนในหุ้นที่อยู่ในระดับของการลงทุน (Investment Grade) ซึ่งหุ้นที่จะอยู่ในระดับการลงทุนคือ หุ้นที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ เครดิตของหุ้นสูงกว่าระดับของระดับความน่าเชื่อถือที่สามารถลงทุนได้ ซึ่งสามารถแสดงตารางเปรียบเทียบตามบริษัทที่รับจัดอันดับความน่าเชื่อถือและได้รับการยอมรับ ในการใช้อ้างอิงในตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย ซึ่งได้แก่ บริษัท สแตนดาร์ดแอนด์ปัวร์ส จำกัด บริษัท มูดีส์อินเวสเทอส์เซอร์วิส จำกัด บริษัท ฟิทช์เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด หรือ (Fitch Rating Thailand) และบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด หรือ (TRIS Rating) ตามตารางที่ 1 ได้แสดงระดับความน่าเชื่อถือและความเสี่ยงของ ตราสารหนี้ อันดับความน่าเชื่อถือ แบ่งได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ เพื่อให้เข้าใจง่ายดังนี้ (1) กลุ่ม Investment Grade คือกลุ่มระดับลงทุน (2) กลุ่ม Speculative Grade คือกลุ่มที่ลงทุนเพื่อการเก็งกำไร โดยอัตราส่วน ตราสารหนี้ มีประกันและไม่มีประกันได้แสดงดังตารางที่ 2 ซึ่งการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งมีผลต่อการลงทุนของนัก ลงทุนสถาบัน เนื่องจากติดข้อกำหนดของประกาศคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจ ประกันภัย (คปภ.) เรื่อง การลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันประกันชีวิต (ฉบับที่ 5) พุทธศักราช 2564

ตารางที่ 1 แสดงการจัดระดับความน่าเชื่อถือทางการเงินของตราสารหนี้โดยแบ่งเป็น 2 กลุ่ม

ระดับความน่าเชื่อถือ	TRIS & FITCH	
สูงสุด	AAA	Investment grade (AAA ถึง BBB-)
สูง	AA+ , AA , AA-	
ปานกลาง-สูง	A+ , A , A-	
ต่ำ-ปานกลาง	BBB+ , BBB , BBB-	
เก็งกำไร	BB+ , BB , BB-	Speculative Grade (BB+ ลงไปจนถึง D)
เก็งกำไรอย่างสูง	B	
เสี่ยงสูงมาก	CCC+ , CCC , CCC-	
เก็งกำไรชัดเจน	C	
ไม่สามารถชำระหนี้คืนได้	D	

ที่มา: (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567)

ตารางที่ 2 มูลค่าตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศไทยแยกรายประเภท (หน่วยพันล้านบาท)

มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ ภาคเอกชน	ปีพุทธศักราช				
	2562	2563	2564	2565	2566
ตราสารหนี้มีประกัน (Secured Bond)	393	368	361	345	369
ตราสารหนี้ไม่มีประกัน (Unsecured Bond)	3,563	3,492	3,817	4,220	4,526
อัตราส่วนตราสารหนี้ มีประกัน/ไม่มีประกัน	1.1 : 10	1.05 : 10	0.94 : 10	0.81 : 10	0.81 : 10

ที่มา : ข้อมูลจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA, 2567)

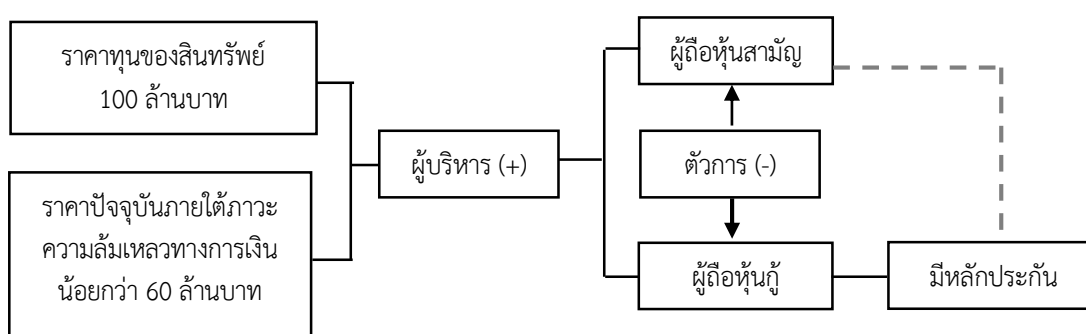
จากตารางที่ 2 พบว่า การออกตราสารหนี้ไม่มีหลักประกันสูงกว่าตราสารหนี้มีหลักประกันประมาณ 10 เท่าโดยเฉลี่ยนับตั้งแต่ปีพุทธศักราช 2562 ถึง 2566

กรณีของหุ้นกู้มีหลักประกันเกือบทั้งหมดเป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและมีการจัดจำหน่ายให้นักลงทุนเฉพาะกลุ่มซึ่งเป็นไปตามประกาศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่กำหนดคุณสมบัติของผู้ลงทุนกลุ่มที่มีความมั่งคั่งสูง (High Net Worth) ซึ่งเป็นกลุ่มเป้าหมายผู้ลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง แต่มีหลักประกันการออกหุ้นกู้ ผู้ลงทุนรายใหญ่ เป็นกลุ่มที่มีผลต่อตลาดตราสารหนี้ ซึ่งไม่มีข้อจำกัดในการลงทุน เหมือนผู้ลงทุนกลุ่มสถาบัน ตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 39/2564 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุน รายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ ที่มีผลให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม พุทธศักราช 2565

แนวทางการสร้างกลไกธรรมาภิบาลหุ้นกู้มีหลักประกันในประเทศไทยเกี่ยวข้องกับแนวคิดพื้นฐานของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ใช้ในการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการ ด้วยการสะท้อนพฤติกรรมของบุคคลและความเป็นไปในองค์กร โดยมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้ จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ

ทฤษฎีตัวแทนถูกอธิบายโดย Jensen and Meckling ในปีคริสตศักราช 1976 ซึ่งได้อธิบายความสัมพันธ์ที่เกิดจากบุคคลสองฝ่าย โดยที่บุคคลฝ่ายหนึ่งคือ ตัวการ (Principal) ซึ่งเป็นผู้ยินยอมมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรที่ตนมีอยู่ให้กับบุคคลอีกฝ่ายหนึ่งที่เรียกว่า ตัวแทน (Agency) ซึ่งจะทำการบริหารจัดการ เพื่อให้ตัวการได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุด และตัวแทนจะได้รับค่าตอบแทนจากการทำงานนั้น กล่าวคือ ตัวการหรือผู้ถือหุ้น เป็นผู้ให้ตัวแทนหรือฝ่ายบริหารดำเนินการแทนตน การที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของฝ่ายบริหารและยอมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจในการดำเนินการขึ้นประกอบด้วยต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ฝ่ายบริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น ถ้าฝ่ายบริหารตัดสินใจกระทำในสิ่งที่ส่งผลให้มูลค่าของบริษัทลดลง ผู้ถือหุ้นย่อมได้รับผลกระทบตามมา ส่งผลให้เกิดความเสียหายต่อบริษัท และเป็นปัญหาในการเพิ่มทุนในเวลาต่อมา หากบริษัทไม่มีเครื่องมือในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหาร หรือหากฝ่ายบริหารตัดสินใจที่จะทำการใด เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเอง ไม่ว่าจะโดยการจัดสรรทรัพยากรไปสู่ตนเอง นอกเหนือจากผลตอบแทนที่ไม่ได้มีการตกลงไว้ในสัญญา หรือมีพฤติกรรมฉ้อฉลในหน้าที่

ดังนั้น ผู้ถือหุ้น ก็ยอมปฏิเสธที่จะให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่บริษัทอีกต่อไป ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือหนึ่งที่จะใช้ป้องกันและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน รวมทั้งถือเป็นกลไกควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารของบริษัท ทำให้บริษัท มีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นเครื่องมือที่ช่วยเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท จากทฤษฎีตัวแทนที่ได้กล่าวมาข้างต้น สามารถใช้อธิบายการปรับเปลี่ยนกลไกธรรมาภิบาลหุ้นมีหลักประกัน ได้ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 ทฤษฎีตัวแทนกับการจำหน่ายสินทรัพย์
ที่มา:จากการศึกษา

จากภาพที่ 2 เกี่ยวข้องกับหุ้นกู้มีหลักประกัน กล่าวคือ ปัจจุบันผู้บริหาร (Agent) สามารถเอาสินทรัพย์ของบริษัทไปเป็นหลักประกันได้โดยไม่ต้องขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นสามัญ เนื่องจากไม่ถือว่าเป็นการจำหน่ายสินทรัพย์ที่ต้องได้รับอนุมัติตามอัตราส่วนที่กำหนด

หากอ้างอิงจากประกาศของ ก.ล.ต. ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นหลักการ และเหตุผลธรรมาภิบาล (Good Governance) ที่ได้รับการยอมรับเป็นสากลว่า เป็นระบบที่ทำให้องค์กรสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ที่สำคัญการดำเนินงานเป็นไปอย่างโปร่งใส น่าเชื่อถือและเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย จึงเป็นหลักการที่หลายองค์กรได้ให้ความสำคัญในการนำมาปฏิบัติ เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายและพันธกิจที่กำหนดไว้ (พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์) มีอำนาจหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน ของประเทศทั้งตลาดแรกและตลาดรอง รวมถึงบุคลากร และสถาบันในตลาดทุน ในเรื่อง (1) การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (2) ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง (3) ตลาดหลักทรัพย์และศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (4) การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ และ (5) การป้องกันการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึง ผู้มีส่วนได้เสียอื่น หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปีพุทธศักราช 2555 ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ มีเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

ความเชื่อมโยงของกลไกธรรมาภิบาลและการขายหุ้นกู้ที่มีหลักประกัน

การนำสินทรัพย์ของบริษัทมาเป็นหลักประกันในปัจจุบัน ไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งแตกต่างจากหลักเกณฑ์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่สำคัญ 2 ประการ คือ (1) หลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกัน และ (2) เกณฑ์การเข้าทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ ซึ่งจะต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้น

รายการที่เกี่ยวข้องกัน หมายถึง การทำรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียน โดยรายการที่เกี่ยวข้องกันแบ่งออกเป็น 5 ประเภท ประกอบด้วย (1) รายการธุรกิจปกติ เป็นรายการทางการค้าที่บริษัทจดทะเบียนหรือ บริษัทย่อยทำเป็นปกติเพื่อประกอบธุรกิจที่มีเงื่อนไขการค้าทั่วไป ตัวอย่างเช่น การขายสินค้า การซื้อวัตถุดิบ และการให้บริการ (2) รายการสนับสนุนธุรกิจปกติ เป็นรายการทางที่ทำเพื่อสนับสนุนรายการธุรกิจปกติที่มีเงื่อนไขการค้าทั่วไป ตัวอย่างเช่น การว่าจ้างขนส่งสินค้า การว่าจ้างทำโฆษณา การสัญญาว่าจ้างบริหาร และการรับความช่วยเหลือทางเทคนิค (3) รายการเช่าหรือให้เช่าสังหาริมทรัพย์ไม่เกิน 3 ปี เป็นรายการเช่าหรือให้เช่าสังหาริมทรัพย์ที่มีอายุสัญญาไม่เกิน 3 ปี และไม่สามารถแสดงได้ว่า มีเงื่อนไขการค้าทั่วไป ตัวอย่างเช่น การเช่าอาคารเพื่อเป็นสำนักงาน เช่าอาคารหรือที่ดินเพื่อเป็นคลังสินค้า (4) รายการเกี่ยวกับสินทรัพย์หรือบริการ เป็นรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ สิทธิการให้หรือรับบริการ ตัวอย่างเช่น การซื้อเครื่องจักร การซื้อเงินลงทุน การขายอาคาร การขายสิทธิการเช่าที่ดิน และการได้รับสัมปทาน และ (5) รายการให้หรือรับความช่วยเหลือทางการเงิน เป็นการให้ความช่วยเหลือทางการเงิน การรับความช่วยเหลือทางการเงิน ตัวอย่างเช่น การให้กู้ยืมเงิน การค้ำประกัน การกู้ยืมเงิน และการจ่ายค่าธรรมเนียม จากการใช้วงเงินสินเชื่อของบุคคลเกี่ยวข้องการจ่ายค่าธรรมเนียมให้กับบุคคลเกี่ยวข้องที่ค้ำประกันการกู้ยืม โดยขนาดรายการแต่ละประเภทที่ต้องดำเนินการเป็นดังที่กล่าวมา ปัจจุบันสำนักงาน ก.ล.ต. ได้วางเกณฑ์กำกับดูแลรายการที่เกี่ยวข้องกันแยกตามขนาดของธุรกรรมที่ดำเนินการ ดังแสดงในตารางที่ 3

เกณฑ์การเข้าทำรายการการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

เกณฑ์การเข้าทำรายการการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ ในปัจจุบันกฎหมายพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งหน่วยงานที่กำกับและควบคุมคือ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้มีประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 20/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ รวมถึงประกาศที่แก้ไขเพิ่มเติมและประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ ปีพุทธศักราช 2547 แสดงดังตารางที่ 4 สำหรับขนาดรายการที่คำนวณทุกเกณฑ์จะเลือกเพียงค่าที่สูงสุดเพื่อพิจารณาดำเนินการ ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 3 แสดงขนาดรายการแต่ละประเภทที่ต้องดำเนินการตามหลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกัน

ขนาดรายการแต่ละประเภทที่ต้องดำเนินการเป็นดังนี้			
ประเภท	อำนาจดำเนินการ		
	เล็ก	กลาง	ใหญ่
1. รายการธุรกิจปกติ/ 2. รายการสนับสนุนธุรกิจ ปกติ เงื่อนไขการค้าทั่วไป	คณะกรรมการบริษัทอนุมัติหลักการโดยกำหนดกรอบให้ฝ่ายจัดการดำเนินการ		
ไม่มีเงื่อนไขการค้าทั่วไป	ฝ่ายจัดการ	คณะกรรมการบริษัท + เปิดเผยข้อมูลต่อ ตลท.	ผู้ถือหุ้น
3. รายการเช่าหรือให้เช่า อสังหาริมทรัพย์ไม่เกิน 3 ปี และไม่มีเงื่อนไข การค้าทั่วไป	ฝ่ายจัดการ	ฝ่ายจัดการ + เปิดเผย ข้อมูลต่อ ตลท.	คณะกรรมการบริษัท + เปิดเผยข้อมูลต่อ ตลท.
4. รายการเกี่ยวกับ สินทรัพย์หรือบริการ	ฝ่ายจัดการ	คณะกรรมการบริษัท + เปิดเผยข้อมูลต่อ ตลท.	ผู้ถือหุ้น
5. รายการให้หรือรับ ความช่วยเหลือทางการเงิน			
- ให้ความช่วยเหลือทาง การเงินแก่บุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือบริษัทที่บุคคลที่เกี่ยวข้อง ถือหุ้นมากกว่า บจ. ถือ	คณะกรรมการบริษัท	-	ผู้ถือหุ้น
	(น้อยกว่า 100 ล้านบาท หรือ 3% NTA แล้วแต่ จำนวนใดจะต่ำกว่า)		(มากกว่า 100 ล้านบาท หรือ 3% NTA แล้วแต่ จำนวนใดจะต่ำกว่า)
- ให้ความช่วยเหลือทาง การเงินแก่บริษัทที่บริษัทจด ทะเบียนถือหุ้น มากกว่า บุคคลเกี่ยวข้อง	ฝ่ายจัดการ	คณะกรรมการบริษัท + เปิดเผยข้อมูลต่อ ตลท.	ผู้ถือหุ้น
- รับความช่วยเหลือทาง การเงิน	ฝ่ายจัดการ	คณะกรรมการบริษัท + เปิดเผยข้อมูลต่อ ตลท.	ผู้ถือหุ้น

ที่มา: ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกันกำหนดให้บริษัท
จดทะเบียนปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

ตารางที่ 4 เกณฑ์การเข้าทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ในปัจจุบัน

เกณฑ์การคำนวณขนาดรายการ	สูตรในการคำนวณ
1. เกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ (Net Tangible Asset – NTA)	$\frac{\text{NTA ของกิจการที่ทำรายการ} \times \text{สัดส่วนการเข้าถือหุ้น} \times 100}{\text{NTA ของบริษัทจดทะเบียน}}$
2. เกณฑ์กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	$\frac{\text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัทที่จะซื้อหรือขาย} \times \text{สัดส่วนการเข้าถือหุ้น} \times 100}{\text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติของบริษัทจดทะเบียน}}$
3. เกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน	$\frac{\text{จำนวนเงินที่จ่ายหรือได้รับตามสัดส่วน} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียน}}$
4. เกณฑ์มูลค่าหุ้นทุนที่ออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์	$\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์} \times 100}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน}}$

ที่มา: ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 20/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญ ที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

ตารางที่ 5 เกณฑ์การดำเนินการตามขนาดรายการที่คำนวณได้

ขนาดรายการ (X)	การดำเนินการ			
	แจ้งข้อมูลต่อตลาดหลักทรัพย์	ส่งหนังสือเวียนให้ผู้ถือหุ้น*	ขออนุมัติผู้ถือหุ้น** และมี IFA	ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่
$X < 15\%$				
$X < 15\%$ และออกหุ้นเพื่อชำระค่าสินทรัพย์	✓			
$15\% \leq X < 50\%$	✓	✓		
$50\% \leq X < 100\%$	✓		✓	
$X \geq 100\%$ (Backdoor Listing)	✓		✓	✓

ที่มา : ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญ ที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

ทั้งนี้ **Backdoor Listing** คือการที่บริษัทเข้าตลาดหุ้นโดยทางอ้อม ด้วยการให้อีกบริษัทหนึ่งที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหุ้นอยู่แล้ว เข้าซื้อสินทรัพย์หรือหุ้นของบริษัทที่ต้องการจะเข้าตลาด

* ส่งหนังสือเวียนถึงผู้ถือหุ้นภายใน 21 วัน นับแต่วันที่แจ้งข้อมูลต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยแจ้งสารสนเทศขั้นต่ำตามที่เกณฑ์กำหนดไว้

** ขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยต้องได้รับอนุมัติด้วยคะแนนเสียง 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่เข้าประชุมและมีสิทธิออกเสียง โดยไม่นับรวมผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ทั้งนี้ ในการขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นจะต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ (Independent Financial Advisor; IFA) ให้ความเห็นต่อการทำรายการซื้อหรือขายสินทรัพย์ โดย IFA จะต้องแสดงความเห็นในเรื่องต่าง ๆ เช่น ความสมเหตุสมผล และประโยชน์ของรายการต่อบริษัท ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขรายการ เป็นต้น

จากที่ได้กล่าวอ้างอิงถึงรายการที่เกี่ยวข้องและขนาดของรายการ พร้อมขั้นตอนดำเนินการ มีประเด็นสำคัญที่ต้องพิจารณา คือในภาวะที่บริษัทประสบปัญหาการดำเนินงาน นำไปสู่การขาดสภาพคล่องเชิงเทคนิค (Technical Insolvency) ในภาวะการณดังกล่าว อำนาจต่อรองในการจำหน่ายทรัพย์สินของธุรกิจจะน้อยลงกว่าเดิม ทำให้ราคาขายทรัพย์สินมีแนวโน้มที่จะต่ำกว่าราคายุติธรรม (Fair Price)

ในปัจจุบันในภาวะบริษัทดำเนินการปกติสามารถคำนวณตามสูตรได้แต่หากบริษัทเกิดปัญหาด้านสภาพคล่องผิวน้ำชำระอัตราส่วนตาม ข้อ 1, 2 และ 3 จะปรับตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและผลประโยชน์ ดังนั้น การพิจารณาหลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกันและเกณฑ์การเข้าทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์เป็นกลไกพื้นฐานในการกำกับดูแลและมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการสร้างกลไกธรรมาภิบาลสำหรับการออกหุ้นกู้มีหลักประกันใหม่ เนื่องจากการออกหุ้นกู้มีหลักประกันเป็นการลิดรอนสิทธินักลงทุนโดยเปรียบเทียบกับเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี

กรอบแนวคิดการศึกษา

นำเสนอกรอบแนวคิดการนำกลไกธรรมาภิบาลมาปรับใช้สำหรับการออกหุ้นกู้มีหลักประกัน

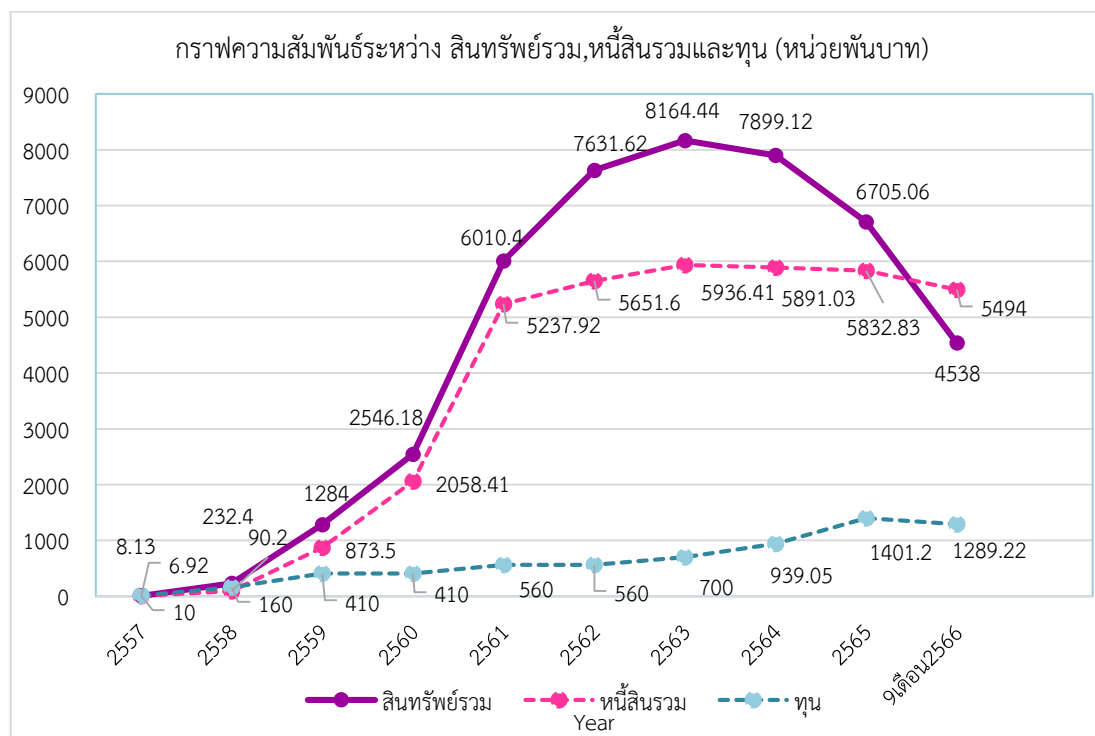
ตารางที่ 6 แสดงความสัมพันธ์หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ผู้ถือหุ้นกู้มีหลักประกัน		ผู้ถือหุ้นสามัญ	
	ภาวะปกติ	กรณีขาดสภาพคล่องผิณฑ์ชำระ	ภาวะปกติ	กรณีขาดสภาพคล่องผิณฑ์ชำระ
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	ไม่มีสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นกรณีพิจารณานำหลักทรัพย์เป็นประกัน	ไม่มีสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นกรณีพิจารณานำหลักทรัพย์เป็นประกัน	ไม่มีสิทธิในการออกเสียงกรณีพิจารณาหลักทรัพย์เป็นประกันซึ่งขัดแย้งต่อหลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกันและเกณฑ์การเข้าทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์	ไม่มีสิทธิในการออกเสียงกรณีพิจารณานำหลักทรัพย์เป็นประกันซึ่งขัดแย้งต่อหลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกันและเกณฑ์การเข้าทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน	ไม่มีเกณฑ์ที่ชัดเจน	ไม่มีเกณฑ์ที่ชัดเจน	ไม่มีเกณฑ์ที่ชัดเจน	ไม่มีเกณฑ์ที่ชัดเจน
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ตรวจสอบ	ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้บังคับขายหลักทรัพย์ค้ำประกัน	บริหารโดยตัวแทน	เสียหลักทรัพย์ค้ำประกัน
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	ไม่มีสิทธิประชุมผู้ถือหุ้น	ไม่มีสิทธิประชุมผู้ถือหุ้น	ไม่มีสิทธิพิจารณานำหลักทรัพย์เป็นประกัน	รับทราบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เป็นตัวแทน	ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เป็นตัวแทน	ผู้บริหารพิจารณาขนาดและประเภทหลักทรัพย์ค้ำประกันโดยไม่ต้องขออนุมัติ	ผู้ถือหุ้นสามัญเสียหลักทรัพย์ค้ำประกันจากการบริหารของตัวแทน

กรณีศึกษา บมจ.ออ เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจริงโดยใช้นามสมมุติ เพื่อแสดงความจำเป็นในการเพิ่มหลักเกณฑ์การขออนุมัติในการนำหลักทรัพย์มาประกันหุ้นกู้เพื่อส่งเสริมกลไกธรรมาภิบาล

บมจ.ออ ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สำหรับการอยู่อาศัยแบบแนวสูง ได้แก่ โครงการคอนโดมิเนียมแบบ Low Rise และ High Rise และอสังหาริมทรัพย์สำหรับการอยู่อาศัยแบบแนวราบ โดยบริษัทฯ มีพัฒนาการที่สำคัญก่อนและหลังการเข้าจดทะเบียน เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

บมจ.ออ เข้าระดมทุนโดยการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในปี 2562 โดยมีพัฒนาการของรายการในงบแสดงฐานะทางการเงิน ดังภาพที่ 3



ภาพที่ 3 การเปลี่ยนแปลง สินทรัพย์รวม หนี้สินรวม และทุน ของ บมจ.ออ
ที่มา:จากการศึกษา

บริษัท ออ ไม่สามารถจัดส่งงบการเงินประจำปี 2566 ได้ โดยข้อมูลในงบการเงินรวมและงบการเงินเฉพาะกิจการ สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2566 กลุ่มบริษัทมีหนี้สินหมุนเวียนสูงกว่าสินทรัพย์หมุนเวียน กลุ่มบริษัทมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องและขาดสภาพคล่องทางการเงิน บริษัทฯ ยังแจ้งเพิ่มเติมว่าภาวะการณ์ขาดสภาพคล่อง ส่งผลให้กลุ่มบริษัทไม่สามารถดำเนินการก่อสร้างโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างในปัจจุบันต่อไปได้ บริษัทฯ มีการผิ่ดนัดชำระหนี้ทั้งจากเจ้าหนี้การค้า เจ้าหนี้เงินกู้ยืมจากบุคคลภายนอก เจ้าหนี้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน และหุ้นกู้ รวมถึงผิ่ดนัดชำระดอกเบี้ยหุ้นกู้และผิ่ดนัดชำระคืนเงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า ซึ่งเมื่อวันที่ 2 สิงหาคม 2566 ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 10/2566 ได้มีมติอนุมัติ การจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ อย่างไรก็ตาม บมจ.ออ ได้ถูกเจ้าหนี้มีประกันรายหนึ่งยื่นฟ้องต่อศาลล้มละลายกลาง ขอให้เป็นลูกหนี้ล้มละลาย และศาลได้มีคำสั่งลงวันที่ 6 กุมภาพันธ์ 2567 ให้พิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาดของ บมจ.ออ ที่ผ่านมาทาง บมจ.ออ มีการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นกู้ ดังแสดงในตารางที่ 7

ตารางที่ 7 สรุปหุ้นกู้ 16 ชุด ของ บมจ.ออ

หุ้นกู้ 16 ชุด ของ บมจ.ออ						
ชื่อรุ่น	มูลค่า (ล้านบาท)	อัตราส่วนการ จำหน่ายหุ้นกู้	อัตรา ดอกเบี้ย	วันที่ออก	อายุตราสาร	หลักประกัน
AUX19OA	182	26%	6.50%	12ต.ค.60	2 ปี	ไม่มี
AUX205A	466.7	58%	6.50%	25พ.ค.61	2 ปี	ไม่มี
AUX203A	120	34%	6.75%	18ต.ค.61	1 ปี 11 เดือน 27วัน	ไม่มี
AUX199A	167.2	73%	7.00%	18ธ.ค.61	9 เดือน	ไม่มี
AUX21OA	700	100%	6.50%	9ต.ค.62	2 ปี 2 วัน	ไม่มี
AUX216A	200	100%	6.40%	13ธ.ค.62	1 ปี 6 เดือน	ไม่มี
AUX222A	413	59%	6.90%	28ก.พ.63	2 ปี	ไม่มี
AUX226A	104.9	52%	6.90%	5มิ.ย.63	2 ปี	ไม่มี
AUX214A	267.5	45%	6.80%	15ก.ค.63	9 เดือน	ไม่มี
AUX22OA*	80.7	23%	7.25%	9ต.ค.63	2	ไม่มี
AUX235A*	631.9	72%	6.50%	13พ.ย.63	2 ปี 6 เดือน	โฉนดที่ดินจำนวน 12 ฉบับ
AUX232A*	111.9	32%	7.25%	25ก.พ.64	2 ปี	ไม่มี
AUX23OA*	380	100%	7.00%	21พ.ค.64	2 ปี 5 เดือน	โฉนดที่ดินจำนวน 15 ฉบับ
AUX244A*	709.9	71%	7.00%	1ต.ค.64	2 ปี 6 เดือน	โฉนดที่ดินจำนวน 4 ฉบับ
AUX242A*	419.8	93%	7.00%	23ก.พ.65	2 ปี	โฉนดห้องชุดจำนวน 116 ฉบับ
AUX252A*			7.50%	23ก.พ.65	3 ปี	

* หุ้นกู้ที่มีการผิดนัดชำระหนี้เงินต้น หรือดอกเบี้ยจ่าย

จากตารางที่ 7 เป็นอัตราส่วนการจำหน่ายหุ้นกู้ประเภทมีหลักประกันเฉลี่ยร้อยละ 84 สูงกว่าประเภทที่ไม่มีหลักประกันที่มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 54 แสดงให้เห็นถึงความเชื่อมั่นต่อหุ้นกู้ประเภทมีหลักประกัน ซึ่งต่อมาหุ้นกู้ตั้งแต่ลำดับที่ 10 AUX22OA มีการผิดนัดจึงเป็นเหตุให้เกิดการผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้รุ่นอื่น ๆ ที่เหลือ (Cross Default) ต่อมาผู้ถือหุ้นกู้ได้มอบหมายให้ตัวแทนผู้ถือหุ้นกู้ดำเนินการเรียกร้องให้ผู้ออกหุ้นกู้ชำระหนี้ได้ถอนหุ้นกู้ หรือดำเนินการฟ้องร้องและบังคับจำนองทรัพย์สินหลัก ประกันของผู้ออกหุ้นกู้ ซึ่งปัจจุบันตัวแทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ดำเนินการฟ้องร้องและบังคับจำนองทรัพย์สินหลักประกันของบริษัทฯ ครบทุกรุ่นแล้วโดยรายละเอียดมูลค่าประเมินหลักประกัน ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8 ตารางแสดงตราสารที่ผิณฑ์ชำระและสินทรัพย์หลักประกัน

ตราสารที่ผิณฑ์ชำระและสินทรัพย์หลักประกัน			
ครั้งที่	มูลค่าหุ้นกู้ที่ยังไม่ได้ไถ่ถอน (ล้านบาท)	จำนวนดอกเบี้ยที่ผิณฑ์ ชำระ (ล้านบาท)	มูลค่าประเมินหลักประกัน (ล้านบาท)
AUX220A	80.7	2.97	ไม่มีหลักประกัน
AUX235A	631.9	7.07	978.8
AUX232A	111.9	3.4	ไม่มีหลักประกัน
AUX230A	380	4.57	485.7
AUX244A	709.9	10.5	1,117.4
AUX242A	168.2	2.02	468.9
AUX252A	251.6	3.25	

จากข้อมูลในตารางที่ 8 ซึ่งแสดงมูลค่าประเมินหลักประกัน เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นกู้ที่จำหน่ายประเภท มีหลักประกันมีสัดส่วนที่สูงขึ้น แต่ผู้ถือหุ้นสามัญไม่ได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจอนุมัตินำมาเป็นหลักประกัน ซึ่งการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ที่เป็นการลดสถานะความเป็นเจ้าของทรัพย์สิน สะท้อนถึงความไม่เป็นธรรม ต่อผู้ถือหุ้นสามัญ เนื่องจากผู้บริหารบริษัทฯ มีการจำหน่ายทรัพย์สินที่ปลอดภาระค่าประกัน โดยไม่ต้อง ดำเนินการตามเกณฑ์ขนาตราการทรัพย์สิน โดยการจำหน่ายทรัพย์สินดังกล่าว มีอัตราส่วนการสูญเสียมูลค่า ร้อยละ 2.6 และ 16.1 ตามลำดับ ดังแสดงในตารางที่ 9

ตารางที่ 9 ตัวอย่างการจำหน่ายทรัพย์สินเพื่อปรับสภาพคล่องบมจ.อยู่ในภาวะยุ่งยากทางการเงิน

รายการจำหน่าย	มูลค่าตามบัญชี (ล้านบาท)	มูลค่าจำหน่าย (ล้านบาท)	อัตราส่วนร้อยละ ราคาจำหน่ายต่อบัญชี
ที่ดินและโครงการ คอนโดมิเนียม ลาซาล 17	492.87 ล้านบาท ประเมินวันที่ 05/05/64	480 ล้านบาท ทำรายการขาย วันที่ 7 กุมภาพันธ์ 2566	97.4
สิทธิตามสัญญาจะซื้อจะ ขายที่ดิน สาทร-ราช พฤกษ์	เงินมัดจำที่ดิน 49.8 ล้านบาท	ราคาขายสิทธิตามสัญญาจะ ซื้อจะขายที่ดิน 12 ล้านบาท และเงินลงทุนแล้วในโครงการ 29.8 ล้านบาท รวม 41.8 ล้าน บาท ทำรายการขายวันที่ 28 มีนาคม 2566	83.9

จากตารางที่ 9 แสดงให้เห็นว่า การจำหน่ายทรัพย์สินของบริษัทที่มีการออกหุ้นกู้โดยมีหลักประกัน ควรได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเนื่องจากอัตราส่วนของสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันหากเปรียบเทียบ ในภาวะความล้มเหลวทางการเงิน (Financial Distress) มูลค่าหลักประกัน มีแนวโน้มลดค่าอย่างรวดเร็ว ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงควรได้รับสิทธิที่จะได้รับข้อมูลตามเกณฑ์ขนาตราการจำหน่ายทรัพย์สิน เพราะเป็นการ สนับสนุนกลไกธรรมาภิบาล คือ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้นในการได้รับข้อมูลที่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่า ทรัพย์สินของกิจการที่ลงทุน (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน เพราะผู้ถือหุ้นรายย่อยมิได้เป็นส่วน

หนึ่งของคณะกรรมการบริหารหรือผู้บริหารของบริษัท (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยการเปิดเผยข้อมูลของทรัพย์สินอย่างต่อเนื่อง อาทิ ความเป็นผู้นำการก่อสร้าง ภาวะผูกพันในคดีความต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สิน (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เนื่องจากข้อมูลคือมูลค่าที่นักลงทุนได้ประเมินก่อนการลงทุน และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการตามหลักปฏิบัติหน้าที่เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น (Fiduciary Duty) ซึ่งประกอบไปด้วย (1) การปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง (Duty of Care) (2) การปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตเพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทฯ และผู้ถือหุ้น (Duty of Loyalty) (3) การปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น (Duty of Obedience) (4) การเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นอย่างถูกต้อง ครบถ้วนและโปร่งใส (Duty of Disclosure)

บทสรุป

จากกรณีศึกษาของบมจ.อ. ซึ่งเป็นนามสมมติแสดงให้เห็นปัญหาสำคัญของการนำทรัพย์สินเป็นหลักประกันโดยไม่ได้มีการขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น ในการนำสินทรัพย์ของบริษัทเข้ามาเป็นหลักประกัน เนื่องจากไม่คิดว่าทรัพย์สินประกันหุ้นไม่เป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และ หลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่งจะต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้น หรือมี IFA ให้ความเห็นต่อการทำรายการซื้อหรือขายสินทรัพย์ โดย IFA จะต้องแสดงความเห็นในเรื่องต่าง ๆ เช่น ความสมเหตุสมผล และประโยชน์ของรายการต่อบริษัท ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขรายการ ซึ่งขัดแย้งกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี หลักการและเหตุผลธรรมาภิบาล ได้แก่ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการหลักเกณฑ์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะ

ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ) ที่ได้กำหนดให้ ก.ล.ต. มีหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนให้เติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อประชาชนทุกภาคส่วนสามารถเข้าถึงและใช้ประโยชน์จากตลาดทุนได้ ดังนั้นการดำเนินงานของ ก.ล.ต. จึงจะต้องมุ่งเน้นสร้างการคุ้มครองผู้ลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน โดยเฉพาะในส่วนของผู้ลงทุนรายย่อย หากมีการกำหนดปรับใช้หลักเกณฑ์การได้มา หรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และหลักเกณฑ์รายการที่เกี่ยวข้องกันโดยสำหรับ การนำสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนมาเป็นหลักประกันหุ้น จะเป็นแนวทางหนึ่งในการสนับสนุนการสร้างกลไกธรรมาภิบาลหุ้นที่มีหลักประกันในประเทศไทยให้มีความเป็นธรรมมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). การเปิดเผยข้อมูลรายการที่เกี่ยวข้องกัน. สืบค้น 10 มกราคม 2567, จาก <https://www.set.or.th/th/listing/listed-company/simplified-regulations/disclosure/connected-transaction>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). สถิติตลาดทุนไทย. สืบค้น 10 กุมภาพันธ์ 2567, จาก <https://www.set.or.th/th/market/statistics/market-statistics/main>
- ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 39/2564. (2565). เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่. **ราชกิจจานุเบกษา**, 139(ตอนพิเศษ 48 ง), 40.
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2566). สรุปภาวะตลาดตราสารหนี้ ไตรมาส 3 ปี 2566. สืบค้น 5 ธันวาคม 2566, จาก <https://www.thaibma.or.th/doc/press/y2023/Doc102023.pdf>
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2567). สรุปภาวะตลาดตราสารหนี้ไทยปี 2566. สืบค้น 10 มกราคม 2567, จาก <https://www.thaibma.or.th/doc/press/y2024/Doc012024.pdf>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2567). ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้. สืบค้น 10 มกราคม 2567, จาก <https://www.sec.or.th/TH/pages/lawandregulations/trusteedebt.aspx#handbook>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2567). รายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์. สืบค้น 10 มกราคม 2567, จาก <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/AssetAcquisitionorDisposalTransaction.aspx>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305–360.
- SET Investnow. (2567). ตราสารหนี้ แบบไหนที่น่าลงทุน. สืบค้น 10 มกราคม 2567, จาก <https://www.setinvestnow.com/th/bond/how-to-pick-bond>