

บทที่ 3

การออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลในประเทศสหรัฐอเมริกา

3.1 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับการปกครองท้องถิ่น

ก่อนที่จะทำความเข้าใจถึงการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลของประเทศสหรัฐอเมริกา ในที่นี้จะขอกล่าวถึงลักษณะทั่วไปของการปกครองท้องถิ่นในประเทศสหรัฐอเมริกาเบื้องต้น

ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีลักษณะการปกครองเป็นแบบสหพันธรัฐ (Federal State) ซึ่งแบ่งหน่วยการปกครองออกเป็นรัฐบาลกลาง (Federal Government) และรัฐบาลท้องถิ่น (State Government) โดยแต่ละมลรัฐจะจัดให้มีหน่วยการปกครองท้องถิ่นต่าง ๆ ขึ้นโดยยึดลักษณะของสภาพท้องถิ่นเป็นตัวกำหนด หน่วยการปกครองท้องถิ่นจึงเป็นหน่วยการปกครองที่ต่ำกว่ามลรัฐและต้องอยู่ภายใต้การควบคุมของมลรัฐ

ในการจัดตั้งหน่วยการปกครองท้องถิ่นเป็นไปตามกฎบัตรเทศบาล (Municipal Charters) ซึ่งเป็นกฎหมายของมลรัฐที่กำหนดขึ้นมาโดยเฉพาะเพื่อก่อตั้งหน่วยการปกครองท้องถิ่นขึ้นโดยมีการบัญญัติภาระหน้าที่ของหน่วยการปกครองท้องถิ่นไว้อย่างชัดเจน กฎบัตรนี้จึงมีฐานะเสมือนกฎหมายหลักหรืออีกนัยหนึ่งเป็นรัฐธรรมนูญของหน่วยการปกครองท้องถิ่นนั่นเอง

นอกจากนี้ มลรัฐยังให้อำนาจในการจัดรูปแบบการปกครองของตนเองแก่ท้องถิ่นภายใต้ Home Rule ซึ่งจะเป็นกฎที่กำหนดรูปแบบการปกครองภายในท้องถิ่นโดยมลรัฐไม่อาจเข้าไปยุ่งเกี่ยวกับอำนาจหน้าที่ของรัฐบาลท้องถิ่นได้ ยกเว้นในกรณีพิเศษที่เป็นปัญหา

เกี่ยวข้องกับส่วนรวมทั้งรัฐ¹

หน่วยการปกครองท้องถิ่นดังกล่าวได้แก่ County, Town, City, Township, Special District เป็นต้น

หน่วยการปกครองท้องถิ่นดังกล่าวนี้ สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ²

1. ประเภทปกครองตนเอง (Municipal Corporation)
2. ประเภทกึ่งปกครองตนเอง (Quasi-Municipal Corporation)

1. ประเภทปกครองตนเอง เป็นหน่วยการปกครองท้องถิ่นที่ประชาชนในท้องถิ่นเรียกร้องขอจัดตั้งขึ้นเพื่อให้มีอำนาจปกครองตนเอง ได้แก่ หน่วยการปกครองท้องถิ่นในรูป City, Town, Village และ Borough

2. ประเภทกึ่งปกครองตนเอง เป็นหน่วยการปกครองระดับท้องถิ่นที่มลรัฐเริ่มจัดตั้งขึ้นเพื่อแบ่งเบาภารกิจของมลรัฐเองโดยทั่วไปมักได้แก่ หน่วยการปกครองท้องถิ่นในรูป County, Township และ Special District

โดยจะได้อธิบายถึงแต่ละหน่วยการปกครองท้องถิ่นดังนี้

1. County เป็นหน่วยการปกครองย่อยของมลรัฐ โดยเป็นหน่วยการปกครองหลักในเขตพื้นที่ชนบท ในมลรัฐหนึ่งอาจมีจำนวน County มากน้อยต่างกันไปตามสภาพและขนาดของมลรัฐ

2. Township เป็นหน่วยการปกครองเมืองเล็ก ๆ ที่มีลักษณะเป็นพื้นที่ในชนบทจะมีอาณาเขตประมาณ 30-40 ตารางไมล์ เป็นรูปการปกครองที่ส่งเสริมให้มีการปกครองตนเองและถือว่าเป็นหน่วยการปกครองที่เป็นตัวแทนของมลรัฐ (Agents of State

¹ สอนธี บางชีขัน, แนวคำบรรยาย กระบวนวิชาการเมืองสหรัฐอเมริกา (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยรามคำแหง), หน้า 160.

² นิยม รัฐอมฤต และวิศิษฐ์ ทวีเศรษฐ, การปกครองส่วนภูมิภาค (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยรามคำแหง), หน้า 22.

Government³)

3. City เป็นหน่วยการปกครองในพื้นที่ที่เป็นเขตเมือง (Urban) มีลักษณะเป็นการปกครองตนเองซึ่งจัดเป็นรูปการปกครองแบบเทศบาล (Municipalities)

4. Village เป็นหน่วยการปกครองตนเองเล็ก ๆ ในเมืองเล็ก ๆ ที่มีจำนวนพลเมืองไม่เกินหนึ่งพันคน

5. Borough เป็นหน่วยการปกครองตนเองเล็ก ๆ เช่นเดียวกับ Village แต่ยังไม่มีการรับรองจากรัฐบาลมลรัฐ

6. Special District เป็นหน่วยการปกครองที่รัฐบาลมลรัฐจัดตั้งขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่เฉพาะในกิจการใดกิจการหนึ่งเท่านั้น เช่น กิจการที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาจะเรียกว่า School District จัดทำสวนสาธารณะเรียกว่า Park District

ภาระหน้าที่ของหน่วยการปกครองท้องถิ่น

หน่วยการปกครองท้องถิ่นต่าง ๆ จะมีอำนาจหน้าที่เป็นประการใดนั้นขึ้นอยู่กับกฎบัตรเทศบาล (Municipal Charter) กำหนด อย่างไรก็ตาม สามารถจำแนกถึงหน้าที่ที่สำคัญที่กฎบัตรเทศบาลให้อำนาจไว้ได้ดังนี้

1. การสร้างและบำรุงรักษาทางหลวง
2. การศึกษา
3. การสาธารณสุข
4. การจัดสร้างอาคาร
5. สวนสาธารณะ
6. การเทศพาณิชย์
7. การสาธารณสุขโลก สาธารณูปการ

³ Daniel Wit, A comparative Survey of Local Government and Administration

(Bangkok : Kurusapa, 1967), PP.31-32.

รายได้ของหน่วยการปกครองท้องถิ่น

หน่วยการปกครองท้องถิ่นมีรายได้เพื่อนำมาดำเนินการตามหน้าที่ที่กำหนดไว้ โดยอาศัยจากแหล่งเงินดังต่อไปนี้

1. การเก็บภาษี
2. การเทศพาณิชย์
3. ค่าธรรมเนียมจากการให้บริการต่าง ๆ
4. เงินอุดหนุน
5. การออกพันธบัตร
6. การกู้เงิน

ในการปฏิบัติตามภาระหน้าที่ที่กฎบัตรเทศบาลกำหนดไว้นี้ จำเป็นจะต้องใช้เงินทุนเป็นจำนวนมาก ภาษีอากรที่เรียกเก็บเอาจากประชาชน เงินอุดหนุนที่รัฐบาลกลาง และรัฐบาลมลรัฐช่วยให้รวมไปถึงรายได้อื่น ๆ เช่น ค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ไม่เพียงพอกับความ ต้องการใช้จ่ายในโครงการที่กำหนดขึ้นมาตามความต้องการ ในชุมชนซึ่งล้วนแต่ต้องใช้เงินจำนวนมาก ดังนั้น ทางเลือกหนึ่งในการแก้ปัญหาทางด้านการคลังของหน่วยการปกครองท้องถิ่น คือ การออกพันธบัตรเทศบาลเพื่อระดมเงินทุนจากประชาชนมาจัดสร้าง สาธารณูปโภค สาธารณูปการ ตามความต้องการในชุมชนนั้น ๆ โดยการออกพันธบัตรนี้จะ ต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่รัฐธรรมนูญของแต่ละมลรัฐกำหนด

ในประเทศสหรัฐอเมริกา ตลาดพันธบัตรเป็นตลาดที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ ประชาชนนิยมลงทุนในพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลกลาง มลรัฐ รัฐบาลท้องถิ่นเป็นจำนวนมาก⁴ การซื้อขายพันธบัตรเทศบาลในตลาดโดยเฉลี่ยประมาณ 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อ

⁴ David L. Ratner, *Securities Regulation* (U.S.A. : West Publishing Co., 1996),

วัน⁵ เหตุที่ประชาชนนิยมลงทุนในพันธบัตรประเภทนี้เนื่องมาจากผลตอบแทนที่ได้รับจากพันธบัตรเทศบาลในรูปของดอกเบี้ยนั้นได้รับยกเว้นจากภาษีรายได้รัฐบาลกลาง (Federal Income Taxes) นอกจากนี้ประชาชนผู้ลงทุนยังต้องการที่จะสนับสนุนรัฐบาลท้องถิ่นในการปรับปรุงพัฒนาชุมชนของตนโดยการจัดสร้างสาธารณูปโภค สาธารณูปการต่าง ๆ ที่จำเป็นต่อชุมชนนั้น ๆ ดังนั้น ตั้งแต่เมื่อปี 1970 เป็นต้นมา จึงมีผู้ออกพันธบัตรที่เป็นมลรัฐ และรัฐบาลท้องถิ่น หน่วยการปกครองท้องถิ่นมากเป็นสองเท่าของผู้ออกพันธบัตรที่เป็นบริษัทเอกชน

ในการพิจารณาถึงการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลมีผู้ที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมดังกล่าว ดังนี้

1. ผู้ออกพันธบัตรเทศบาล ซึ่งได้แก่ มลรัฐและหน่วยการปกครองท้องถิ่นต่าง ๆ
2. นายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาล ซึ่งจะทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ลงทุนในการติดต่อซื้อขายพันธบัตรและติดต่อซื้อขายพันธบัตรนั้นเพื่อตนเอง
3. ที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งจะทำหน้าที่ให้คำปรึกษาแก่ผู้ออกพันธบัตรถึงลักษณะของพันธบัตรที่จะออกและการเสนอขายพันธบัตร
4. ที่ปรึกษาพันธบัตร ทำหน้าที่ตรวจสอบและให้ความเห็นทางกฎหมายถึงอำนาจในการออกพันธบัตรของเทศบาลรวมไปถึงการได้รับยกเว้นภาษีดอกเบี้ยพันธบัตร
5. ผู้แทนผู้ถือพันธบัตร เป็นผู้แทนผู้ถือพันธบัตรทั้งปวงในการติดต่อ ควบคุมดูแลและฟ้องร้องผู้ออกพันธบัตรเทศบาล
6. ผู้ค้าประกันพันธบัตรเทศบาล จะทำหน้าที่ค้ำประกันพันธบัตรเพื่อให้ประชาชนผู้ลงทุนมั่นใจได้ว่าตนจะได้รับคืนเงินและดอกเบี้ยสำหรับพันธบัตรที่ซื้อมาแน่นอน

⁵ มาตรา 17 จุลกนิษฐ์ และสมชาย ไตรรัตนภิรมย์ “พันธบัตรเทศบาลและโอกาสระดมทุนเพื่อเศรษฐกิจภูมิภาค”, (พฤษภาคม 2538) : 9.

7. ผู้รับประกันการจำหน่าย ในการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลต่อประชาชนเป็นครั้งแรกจะต้องเสนอขายโดยผ่านผู้รับประกันการจำหน่ายเสมอ
8. สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ ทำหน้าที่ในการควบคุมกำกับดูแลนายหน้าผู้ค้าที่เป็นสมาชิกของสมาคมให้ประกอบการอย่างเป็นธรรมและสุจริต
9. คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล มีอำนาจหน้าที่ในการกำหนดกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาล
10. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจหน้าที่ในการควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและกำกับดูแลนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์
11. บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จะทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตรเพื่อเป็นข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจ
12. ผู้ลงทุน ผู้ลงทุนในพันธบัตรเทศบาลเปิดกว้างสำหรับผู้ลงทุนทุกประเภทไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนสถาบันหรือผู้ลงทุนทั่วไป

ในการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาล บุคคลที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้นมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องดังนี้

1. State's Constitution และ Charter เป็นกฎหมายที่ให้อำนาจในการออกพันธบัตรแก่มณฑลรัฐและหน่วยการปกครองท้องถิ่น
2. Securities Act of 1933 เป็นกฎหมายที่ควบคุมการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ทุกประเภท
3. Securities Exchange Act of 1934 เป็นกฎหมายที่ควบคุมการประกอบการของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ และควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์
4. MSRB's Rule เป็นกฎเกณฑ์ที่คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลกำหนดขึ้นมาเพื่อดูแลให้ผู้ทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับพันธบัตรเทศบาลประกอบการอย่างเป็นธรรมและสุจริต
5. NASD's Rule เป็นหลักเกณฑ์ที่สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติกำหนดขึ้นมาเพื่อควบคุมกำกับดูแลสมาชิกให้ประกอบธุรกิจอย่างถูกต้องและสุจริต

ขั้นตอนในการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลจะเริ่มจากการที่ผู้ออกพันธบัตรจะต้องติดต่อกับผู้รับประกันการจำหน่ายซึ่งจะทำหน้าที่นำพันธบัตรนั้นไปเสนอขายกับประชาชนต่อไป ในการคัดเลือกผู้รับประกันการจำหน่ายจะมี 2 วิธีด้วยกัน คือ การประมูลแข่งขัน และการเจรจาต่อรอง การจำหน่ายโดยวิธีประมูลแข่งขันนั้น ผู้ออกพันธบัตรจะต้องออกประกาศให้ผู้รับประกันการจำหน่ายมาซื้อพันธบัตร โดยผู้รับประกันการจำหน่ายที่สนใจจะร่วมกันจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายร่วมกันเพื่อประมูลซื้อพันธบัตรแข่งกับกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายอื่น ๆ กลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายที่เสนอราคาต่ำสุดจะได้พันธบัตรนั้นไปจำหน่าย ส่วนการจำหน่ายแบบเจรจาต่อรองนั้นผู้ออกพันธบัตรจะเลือกผู้รับประกันการจำหน่ายและสมาชิกกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายจากความคุ้นเคยและความเชี่ยวชาญของผู้รับประกันการจำหน่าย

ผลตอบแทนที่ผู้รับประกันการจำหน่ายจะได้รับมาจากส่วนต่าง (Spread) ที่ผู้รับประกันการจำหน่ายซื้อพันธบัตรมาในราคาที่ต่ำกว่าราคาที่ขายให้กับผู้ลงทุน

เมื่อผู้รับประกันการจำหน่ายขายพันธบัตรให้กับผู้ลงทุนแล้ว ก่อนที่จะมีการส่งมอบใบพันธบัตรให้กับผู้ลงทุนผู้รับประกันการจำหน่ายจะกำหนดให้ผู้ออกพันธบัตรจัดเตรียม Official Statement เพื่อส่งให้กับผู้ซื้อพันธบัตร โดยในใบพันธบัตรจะแนบความเห็นทางกฎหมายของที่ปรึกษาพันธบัตรไว้ด้วยว่าพันธบัตรนี้ได้มีการออกอย่างถูกต้องตรงตามกฎหมายทุกประการ ภายหลังจากที่ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรไปแล้วหากประสงค์จะขายพันธบัตรนั้นก็สามารถทำได้โดยการขายพันธบัตรนั้นในตลาดรองซึ่งตลาดรองสำหรับพันธบัตรเทศบาล คือ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (OTC) ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์จะไม่มีสถานที่แน่นอน แต่จะประกอบไปด้วยนายหน้าผู้ค้าซึ่งจะทำการติดต่อซื้อขายโดยทางโทรศัพท์โดยนายหน้าผู้ค้าจะอยู่ภายใต้การควบคุมของสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ซึ่งจะต้องปฏิบัติตามกฎที่สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด โดยผู้ที่ซื้อพันธบัตรนั้นไปจะมีสิทธิได้รับดอกเบี้ยตามระยะเวลาที่กำหนดและมีสิทธิได้รับคืนเงินเมื่อถึงวันครบกำหนดได้ก่อน

3.2 เอกสารที่สำคัญในการออกและเสนอขายพันธบัตร

1. Official Statement

เป็นเอกสารการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับการเสนอขายพันธบัตรเทศบาล โดยมีลักษณะคล้ายคลึงกับหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ซึ่งเป็นเอกสารการเผยแพร่ข้อมูลของหลักทรัพย์ทางภาคเอกชน Official Statement ประกอบไปด้วยรายละเอียดเกี่ยวกับผู้ออกพันธบัตรเทศบาล ที่มาของรายได้ การใช้เงินที่ระดมทุนได้และคุณลักษณะของพันธบัตรที่ออก อย่างไรก็ตาม Official Statement แตกต่างจากหนังสือชี้ชวนตรงที่ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลไม่ต้องจดทะเบียน Official Statement ต่อกณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) เนื้อหาและรูปแบบของเอกสารนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของพันธบัตรที่จะออกและเทศบาลผู้ออก

ก่อนถึงวันที่จะขายพันธบัตรเทศบาล ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลจะร่าง Official Statement เบื้องต้นที่เรียกว่า red herring* เพื่อแจกจ่ายให้ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายทราบว่าจะมีการออกพันธบัตรก่อนจะถึงวันที่ขายจริง ในการรับจัดจำหน่ายแบบประมูลแข่งขัน red herring จะเป็นเอกสารที่ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายใช้พิจารณาว่าจะยื่นเสนอประมูลพันธบัตรเทศบาลหรือไม่ หากผู้รับประกันการจัดจำหน่ายชนะประมูลก็จะจัดทำ Official Statement ต่อไป สำหรับการรับประกันการจัดจำหน่ายแบบเจรจาต่อรอง red herring จะใช้เพื่อพิจารณาหาอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม โดยผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะพิจารณาราคาขายพันธบัตรเทศบาล

เนื้อหาใน Official Statement ประกอบไปด้วยปัจจัยที่ผู้ลงทุนต้องการทราบเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน เช่น รายละเอียดเกี่ยวกับผู้ออกพันธบัตรเทศบาล วัตถุประสงค์ในการระดมทุน หลักประกัน คุณลักษณะของพันธบัตรเทศบาลที่จะออก รายงานการศึกษา

* เหตุที่เรียก red herring เนื่องจากจะประทับหมึกแดงที่ส่วนหน้าของเอกสารว่าเป็นเพียงเอกสารในเบื้องต้นเท่านั้น โดยอาจมีการเปลี่ยนแปลงในภายหลังได้

ความเป็นไปได้ สัญญาหรือข้อผูกพันของผู้ออกพันธบัตรเทศบาลที่มีผลต่อการออกพันธบัตรเทศบาล การเยียวยาความเสียหายให้กับผู้ลงทุนในกรณีที่เกิดผิดนัด

2. ความเห็นของที่ปรึกษาพันธบัตร (The Bond Opinion)

พันธบัตรเทศบาลไม่อาจเสนอขายได้หากปราศจากความเห็นของที่ปรึกษาพันธบัตร ความเห็นของที่ปรึกษาพันธบัตรจะแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบถึงรายละเอียดดังนี้

1. ผู้ออกพันธบัตรเป็นนิติบุคคลถูกต้องตามกฎหมาย
2. การออกพันธบัตรเทศบาลถูกต้องตามกฎหมาย
3. การออกพันธบัตรเทศบาลมีผลผูกพันผู้ออกพันธบัตรเทศบาล โดยไม่ได้พิจารณาถึงความน่าเชื่อถือของการออกพันธบัตรเทศบาล และผู้ออกพันธบัตรเทศบาล
4. ดอกเบี้ยพันธบัตรเทศบาลได้รับยกเว้นภาษีตามกฎหมายภาษีอากร รายได้รัฐบาลกลางและรัฐบาลมลรัฐ

3. Indenture of Trust

เอกสารนี้เป็นสัญญาที่ทำขึ้นระหว่างผู้ออกพันธบัตรและผู้แทนผู้ถือพันธบัตร (Trustee) ซึ่งเป็นผู้ดูแลรักษาผลประโยชน์แทนผู้ถือพันธบัตรทั้งปวง

Indenture of Trust จะใช้ในกรณีการออกพันธบัตรรายได้เทศบาลเท่านั้น โดยประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

- โครงการที่จะสร้างและการบริหารโครงการที่ดีเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตร
- รายได้ที่จะเป็นประกันการชำระคืนเงินและดอกเบี้ย
- การเยียวยาความเสียหายในกรณีผิดนัด
- ข้อสัญญาในการรักษาอัตราค่าธรรมเนียมการใช้บริการ โครงการเพื่อให้สามารถชำระคืนเงินและดอกเบี้ยได้
- เงื่อนไขที่อาจมีการออกพันธบัตรเพิ่มเติมได้

4. ข้อกำหนดอัตราค่าธรรมเนียม (The Rate Covenant)

เป็นข้อสัญญาของผู้ออกพันธบัตรเทศบาลที่อาจเพิ่มอัตราค่าธรรมเนียมการใช้บริการ โครงสร้างพื้นฐานที่จัดทำขึ้นตามค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นทุกปีเพื่อที่จะมีรายได้เพียงพอที่จะบำรุงรักษาโครงการ

5. งบการเงินและรายงานประจำปี

งบการเงินและรายงานประจำปีจะแนบไปกับ Official Statement โดยต้องเป็นงบการเงินที่ตรวจสอบโดยผู้ตรวจสอบบัญชีอิสระเพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบถึงฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของผู้ออกพันธบัตร

วัตถุประสงค์ในการจัดทำเอกสารต่าง ๆ เหล่านี้ เพื่อที่จะเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน เอกสารเหล่านี้ไม่เพียงแต่จะปกป้องคุ้มครองเฉพาะผู้ถือพันธบัตรเท่านั้น แต่ยังปกป้องผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลอีกด้วย

3.3 บุคคลที่เกี่ยวข้องในการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาล

การออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลเพื่อระดมทุน ผู้ที่เข้ามาเกี่ยวข้องกันมีอยู่มากมายหลายจำพวกด้วยกัน ซึ่งแต่ละจำพวกมีบทบาทและหน้าที่ซึ่งเกี่ยวข้องกับการพัฒนาพันธบัตรเทศบาลที่แตกต่างกันไปดังนี้ คือ

1. ผู้ออกพันธบัตรเทศบาล

ได้แก่ มลรัฐ City, Township, Counties ฯลฯ ซึ่งกฎหมายของมลรัฐให้อำนาจในการออกพันธบัตรไว้เพื่อนำเงินทุนที่ระดมมาไปใช้ในการก่อสร้างสาธารณูปโภคต่าง ๆ เช่น ก่อสร้างทาง ถนน สะพาน บ่อบำบัดน้ำเสียตามความต้องการในชุมชน ใน

กรณีที่เราได้ของหน่วยการปกครองท้องถิ่นนั้น ๆ ไม่เพียงพอสำหรับค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างสาธารณูปโภค

หน้าที่ของผู้ออกพันธบัตร

ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลมีหน้าที่ต้องจัดทำ Official Statement ซึ่งเป็นเอกสารที่มีลักษณะคล้ายคลึงกับหนังสือชี้ชวนเพื่อเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผู้ออกพันธบัตรและรายละเอียดของพันธบัตรที่ประสงค์จะระดมเงินทุนจากประชาชนซึ่งจะประกอบไปด้วยข้อมูลเกี่ยวกับกฎหมาย การเงินและข้อมูลอื่น ๆ ที่ผู้ลงทุนต้องการทราบเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

หน้าที่ในการจัดทำ Official Statement นี้ไม่ใช่หน้าที่ที่กฎหมายรัฐบาลกลาง (Federal Law) บัญญัติให้ผู้ออกพันธบัตรกระทำ แต่กฎหมายกำหนดให้ผู้รับประกันการจำหน่ายต้องตรวจสอบ Official Statement และมีหน้าที่ต้องแจกจ่าย Official Statement ให้แก่ลูกค้า ดังนั้น จึงอนุมานได้ว่าผู้ออกพันธบัตรเทศบาลมีหน้าที่ต้องจัดเตรียม Official Statement เพื่อส่งให้ผู้รับประกันการจำหน่ายแจกจ่ายให้กับผู้ลงทุนที่สนใจต่อไป

สำหรับหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูล ในกรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์เป็นบริษัททั่ว ๆ ไป บริษัทนั้นมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูล และยื่นรายงานต่าง ๆ ตามกำหนดเวลา เช่น รายงานประจำปี รายงานประจำไตรมาสต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์⁶ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและถูกต้องของผู้ออกหลักทรัพย์

แต่ในกรณีของผู้ออกพันธบัตรเทศบาลได้รับยกเว้นไม่ต้องตกอยู่ภายใต้บทบัญญัติเรื่องการเปิดเผยข้อมูลนี้ กล่าวคือ ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลไม่จำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูลตามรอบระยะเวลาและตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด

⁶ Securities Exchange Act of 1934 Section 240 13 a-1, 13a-11.

อย่างไรก็ตาม หากผู้ออกพันธบัตรได้มีการเผยแพร่ข้อมูลแก่สาธารณะ ข้อมูลนั้นจะต้องคงอยู่ภายใต้บทบัญญัติว่าด้วยการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อโกง (Anti-Fraud Provision) ด้วย แม้ข้อมูลนั้นจะไม่ได้เผยแพร่ออกไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการแจ้งให้ตลาดให้ผู้ลงทุนทราบก็ตาม บทบัญญัติว่าด้วยการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อโกงจะห้ามมิให้มีการซื้อหรือขายพันธบัตรเทศบาลโดยฉ้อโกงหรือหลอกลวง ตามบทบัญญัตินี้เอกสารการเปิดเผยข้อมูลของเทศบาล เช่น Official Statement จะต้องไม่มีข้อความอันเป็นเท็จหรือมีข้อความที่ทำให้เข้าใจผิดในสาระสำคัญรวมไปถึงละเว้นการเปิดเผยข้อมูลที่ควรต้องแจ้งมิฉะนั้นจะมีความผิดตามบทบัญญัตินี้

อย่างไรก็ตาม หลาย ๆ หน่วยงานได้มีความพยายามที่จะให้ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลได้มีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น โดยกำหนดให้ผู้ออกพันธบัตรต้องจัดให้มีแนวปฏิบัติและวิธีการในการเปิดเผยข้อมูลเพื่อที่จะแจ้งให้ตลาดทราบถึงข้อมูลสำคัญที่มีผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของผู้ออกพันธบัตร และภาระหนี้สินของผู้ออกพันธบัตร โดยได้มีการกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจเพื่อเป็นการชดเชยการขาดการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการเงินและการประกอบการในช่วงเวลาที่ผ่านมา⁷

ในปี 1991 The Government Finance Officers Association (GFOA) ได้มีการจัดทำแนวทางการเปิดเผยข้อมูลสำหรับผู้ออกพันธบัตรเทศบาล (Disclosure Guidelines for State and Local Government Securities (GFOA Guideline)) วัตถุประสงค์การกำหนดแนวทางนี้เพื่อให้ข้อมูลที่เพียงพอแก่ผู้ลงทุน ต่อมา GFOA ได้มีการปรับปรุงมาตรการเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของพันธบัตรเทศบาลอันเป็นผลมาจาก Securities Exchange Act of 1934 Rule 15c2-12 โดยกำหนดว่าเป้าหมายที่สำคัญที่สุดในการเปิดเผยข้อมูลของผู้ออกพันธบัตรเทศบาลคือการให้ข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายด้วยความสมบูรณ์ที่เที่ยงตรงและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน GFOA ได้จัดทำตัวอย่างการเปิดเผยข้อมูล

⁷ Susan C. Heide, Robert A. Klein and Jess Lederman, The Handbook of Municipal Bonds (U.S.A. : Probus Publishing, 1995), PP. 814-815.

คือ Illustrations and Example of Disclosure ซึ่งเป็นตัวอย่างการเปิดเผยข้อมูลในตลาดรอง สำหรับพันธบัตรเทศบาล นอกจากนี้ ในปี 1992 ได้มีการก่อตั้ง Certificate of Recognition Program ขึ้นมาเพื่อจูงใจผู้ออกพันธบัตรเทศบาลในการให้ข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงินและข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ นอกจากนี้ GFOA ยังได้ให้รางวัล “ประกาศนียบัตรแห่งความสำเร็จสำหรับการรายงานทางการเงิน” สำหรับผู้ออกพันธบัตรโดยจูงใจให้ผู้ออกพันธบัตรเผยแพร่การรายงานทางการเงินประจำปีซึ่งถูกต้องตรงตามหลักการบัญชีซึ่งเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปให้ประชาชนผู้ลงทุนทั่วไปได้ทราบ

ในปี 1993 คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล ได้จัดตั้งระบบ Continuing Disclosure Information Pilot System (CDI System) ซึ่งเป็นศูนย์กลางในการรับและเผยแพร่การเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการออกพันธบัตรเทศบาลที่ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลส่งมาโดยสมัครใจ

ระบบ CDI ไม่เพียงแต่จะเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลให้มากยิ่งขึ้นเท่านั้นแต่เพิ่มความพยายามที่จะปรับปรุงเนื้อหาและกำหนดระยะเวลาในการเปิดเผยข้อมูลอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม ระบบ CDI ยังไม่มีการใช้กันอย่างกว้างขวาง เนื่องจากสาเหตุดังต่อไปนี้

1. ข้อจำกัดทางด้านเทคนิค ระบบนี้สามารถที่จะรับรายงานทางการเงินในความยาวเพียง 3 หน้าหรือน้อยกว่าเท่านั้น
2. ปัญหาทางด้านเทคนิค
3. ปัญหาความนิยม ผู้ออกพันธบัตรไม่นิยมเลือกที่จะไม่เปิดเผยข้อมูลผ่านระบบ CDI

2. นายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาล (The Municipal Bond Brokers and Dealers)

ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ในการติดต่อซื้อขายพันธบัตรเทศบาลไม่ว่าจะเพื่อตนเองหรือเพื่อบุคคลอื่น ในกรณีที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนซื้อ

ขายหลักทรัพย์เพื่อบุคคลอื่นจะเรียกว่า นายหน้า (Broker) สำหรับกรณีที่ทำหน้าที่ซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อตนเองจะเรียกว่า ผู้ค้า (Dealer) โดยนายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลจะต้องจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission (SEC)) และอยู่ภายใต้การควบคุมของสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Association of Securities Dealer (NASD)) ส่วนใหญ่ผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลจะทำหน้าที่จัดจำหน่ายพันธบัตรเทศบาลด้วย ผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลมักจะมีสำนักงานตั้งอยู่ที่นิวยอร์ก (New York) ชิคาโก (Chicago) และเวสต์โคสต์ (West Coast)

หน้าที่ที่นายหน้าผู้ค้าต้องปฏิบัติ

1. การจดทะเบียน

ดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้นว่านายหน้า ผู้ค้าต้องจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการยื่นแบบฟอร์ม BD ผ่านศูนย์กลางการจดทะเบียนกลาง (Central Registration Depository (CRD)) ที่ประกอบการโดยสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ

สำหรับผู้ค้าที่เป็นธนาคารพาณิชย์ จะต้องยื่นแบบฟอร์ม MSD ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และองค์กรกำกับดูแลธนาคาร (Bank Regulatory Agency)

2. การดำรงเงินทุนจดทะเบียน

หลักเกณฑ์การดำรงเงินทุนจดทะเบียนภายใต้ The Securities Act of 1934 กำหนดให้นายหน้า ผู้ค้าต้องดำรงเงินทุนจดทะเบียนตลอดเวลา⁸ โดยจำนวนเงินทุนจดทะเบียนขั้นต่ำจะอยู่ระหว่าง 5,000 ดอลลาร์สหรัฐ ถึง 250,000 ดอลลาร์สหรัฐ

⁸ The Securities Act of 1933 Section 15(a).

⁹ Rule 15 C3-1.

3. การปฏิบัติตามหลักปฏิบัติในด้านการขาย

คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลได้กำหนดหลักปฏิบัติในด้านการขายที่เป็นธรรมเพื่อกำกับดูแลการประกอบกรของนายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลให้มีมาตรฐานการประกอบวิชาชีพสูงสุด หลักเกณฑ์ของคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล ข้อ G-3 ได้กำหนดคุณสมบัติของผู้ที่เกี่ยวข้องกับการค้าพันธบัตรเทศบาลดังต่อไปนี้

1. Municipal Securities Representative เป็นบุคคลธรรมดาซึ่งทำหน้าที่ดังต่อไปนี้

1. รับประกันการจัดจำหน่าย ชื่อขาย พันธบัตรเทศบาล
2. เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน หรือการให้บริการปรึกษาสำหรับผู้ออกพันธบัตรเทศบาล
3. ค้นคว้า วิจัย หรือให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในพันธบัตรเทศบาล
4. ดำเนินการอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับประชาชนผู้ลงทุน ไม่ว่าจะโดยตรงหรือทางอ้อม

บุคคลที่จะทำหน้าที่เป็น Municipal Securities Representative จะต้องผ่านการทดสอบคุณสมบัติตามหลักสูตร Municipal Securities Representative Qualification Examination ซึ่งบริหารโดยคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล¹⁰ หรือหลักสูตร The General Securities Representation Qualification Examination ซึ่งบริหารโดยสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ¹¹

¹⁰ MSRB's Rule G-2 (a) (ii) (A)

¹¹ MSRB's Rule G-3 (a) (ii) (B)

ไปนี้

2) Municipal Securities Principal จะเป็นผู้มีส่วนร่วมในการดำเนินการต่อ

เทศบาล

1. การชำระราคาส่งมอบพันธบัตรเทศบาล และเก็บรักษาพันธบัตร
2. เก็บบันทึกต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง
3. ฝึกอบรม¹²

บุคคลที่จะทำหน้าที่เป็น Municipal Securities Principal จะต้องผ่านการทดสอบคุณสมบัติตามหลักสูตร Municipal Securities Principal Qualification Examination ที่บริหารโดยคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล

นายหน้าผู้ค้าที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายพันธบัตรเทศบาลต้องจ้าง Municipal Securities Principal อย่างน้อย 2 คน¹³ สำหรับบริษัทที่มีผู้เกี่ยวข้องในกิจกรรมเกี่ยวกับพันธบัตรเทศบาลน้อยกว่า 11 คน และสมาชิกของสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติมี Municipal Securities Principle เพียง 1 คนได้¹⁴

3) Municipal Securities Sales Principal เป็นบุคคลธรรมดาซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแลการซื้อขายกับลูกค้าและจะทำการซื้อหรือขายกับลูกค้าไม่ได้

บุคคลที่จะทำหน้าที่เป็น Municipal Securities Sales Principal จะต้องผ่านการทดสอบตามหลักสูตร The General Securities Sales Supervisor Qualification Examination ซึ่งบริหารงานโดยสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ¹⁵

4) Financial and Operational Principal จะต้องมีคุณสมบัติตามที่สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์กำหนด โดยแต่ละบริษัทจะต้องจ้าง Financial and Operational

¹² MSRB's Rule G-3 (b) (i)

¹³ MSRB's Rule G-3(b) (iii)

¹⁴ MSRB's Rule G-3(b) (iii) (B)

¹⁵ MSRB's Rule G-3 (c) (ii) (A)

Principal อย่างน้อย 1 คน¹⁶ โดย Financial and Operational Principal มีหน้าที่ดังนี้

1. ตรวจสอบงบการเงินที่ต้องยื่นต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
2. จัดเตรียมงบการเงิน
3. ควบคุมดูแลบุคคลที่มีส่วนร่วมในการจัดเตรียมเอกสารในการยื่นต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และบุคคลผู้เก็บรักษาสมุดบันทึกต่าง ๆ
4. ควบคุมดูแลบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์
5. รับผิดชอบในการปฏิบัติตามกฎของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เรื่องการดำรงเงินทุนจดทะเบียน

4 การให้คำแนะนำที่เหมาะสม

นายหน้า ผู้ค้าต้องรู้จักลูกค้าของตนเองและหลักทรัพย์ที่จะแนะนำให้กับลูกค้า นอกจากนี้จะต้องมีความมั่นใจว่าหลักทรัพย์ที่แนะนำมีความเหมาะสมกับลูกค้า¹⁷ นายหน้าผู้ค้าที่ให้คำแนะนำในการเข้าทำรายการซื้อหรือขายพันธบัตรเทศบาลต้องมีเหตุผลที่เหมาะสมในการเข้าทำรายการโดยอาศัยข้อมูลจากผู้ออกหลักทรัพย์และข้อเท็จจริงที่เปิดเผยเพื่อให้มั่นใจได้ว่า การเข้าทำรายการนั้นมีความเหมาะสม นายหน้า ผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลจะต้องจัดเตรียมข้อมูลเกี่ยวกับลูกค้าที่ไม่ใช่ผู้ลงทุนสถาบันดังนี้

1. สถานะทางการเงินของลูกค้า
2. สถานะทางภาษีของลูกค้า
3. วัตถุประสงค์ในการลงทุนของลูกค้า
4. ข้อมูลอื่นที่เห็นว่าเหมาะสมและจำเป็นในการให้คำแนะนำกับลูกค้า

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการดูแลการเสนอขายพันธบัตรเทศบาลในตลาดแรก โดยกำหนดห้ามมิให้นายหน้า ผู้ค้าเข้ารับ

¹⁶ MSRB's Rule G-3 (d) (iii)

¹⁷ MSRB's Rule G-19.

ประกันการจัดจำหน่ายพันธบัตรเทศบาล เว้นแต่จะพิจารณาแล้วว่าผู้ออกพันธบัตรได้เปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ

นอกจากนี้ยังกำหนดห้ามมิให้นายหน้าผู้ค้า ให้คำแนะนำในการซื้อ หรือขายพันธบัตรเทศบาลแก่ลูกค้าโดยไม่ได้ตรวจสอบ ข้อมูลที่ผู้ออกพันธบัตรให้มาก่อน

ที่สำคัญนายหน้าผู้ค้าต้องเข้าทำรายการกับลูกค้าด้วยราคาที่เป็นธรรมและสมเหตุสมผล ความเป็นธรรมและสมเหตุสมผลของราคาหลักทรัพย์ในการเข้าทำรายการจะพิจารณาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้¹⁸

1. การตัดสินใจของผู้ค้าในมูลค่าของพันธบัตรในเวลาเข้าทำรายการ
2. ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับความมีผลของรายการ
3. ข้อเท็จจริงที่ว่าผู้ค้าจะมีกำไร
4. จำนวนมูลค่าของรายการ

รวมไปถึงการแสดงให้เห็นว่าอัตราค่าธรรมเนียมที่บริษัทคิดมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดที่เปิดเผย หากราคาที่นายหน้าหรือผู้ค้าคิดเกินกว่าราคาตลาดที่เปิดเผย ถือว่าผู้ค้านั้นฝ่าฝืนบทบัญญัติว่าด้วยการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อโกง

นอกจากนี้นายหน้าผู้ค้าต้องเปิดเผยข้อเท็จจริงทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการเข้าทำรายการให้แก่ลูกค้าในเวลาขายหรือก่อนที่จะทำการขาย รวมไปถึงการบรรยายถึงหลักประกันอย่างสมบูรณ์โดยไม่ละเว้นการเปิดเผยข้อเท็จจริงใด ๆ ที่อาจทำให้เกิดความเข้าใจผิดได้และให้ข้อมูลแก่ลูกค้าอย่างเพียงพอเพื่อให้ลูกค้าสามารถตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม¹⁹

¹⁸ MSRB's Rule G-30.

¹⁹ MSRB's Rule G-17.

3. ที่ปรึกษาทางการเงิน (The Financial Advisor)

ในการออกพันธบัตรเทศบาล ขั้นตอนแรกที่ผู้ออกพันธบัตรต้องดำเนินการคือการใช้บริการของที่ปรึกษาทางการเงิน เนื่องจาก มลรัฐและหน่วยการปกครองท้องถิ่นส่วนใหญ่ไม่มีประสบการณ์และไม่มีทีมงานที่คุ้นเคยกับการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาล นอกจากนี้ ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลก็ไม่มีเวลาที่จะต้องพัฒนาทักษะทางด้านนี้ด้วย

ที่ปรึกษาทางการเงิน ได้แก่ ผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลท้องถิ่นรายเล็ก ๆ ซึ่งจะทำหน้าที่ช่วยผู้ออกพันธบัตรเทศบาลพิจารณาถึงการเลือกออกพันธบัตรว่าควรออกพันธบัตรเทศบาลประเภทใดใน 2 ประเภทนี้²⁰

1. พันธบัตรภาษีเทศบาล (General Obligation (Go) bond)
2. พันธบัตรรายได้เทศบาล (Revenue Bond)

นอกจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินยังทำหน้าที่ช่วยผู้ออกพันธบัตรเทศบาล จัดตารางการชำระเงิน (repayment schedule) อีกด้วย ในการดำเนินงานที่ปรึกษาทางการเงิน จะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นค่าตอบแทนการให้บริการ

4. ที่ปรึกษาพันธบัตร (The Bond Counsel)

ที่ปรึกษาพันธบัตร ได้แก่ เชี่ยวชาญทางด้านกฎหมายซึ่งทำหน้าที่ให้ความเห็นทางด้านกฎหมายซึ่งแนบไปกับใบพันธบัตรเทศบาล ส่วนใหญ่จะได้แก่บริษัทที่ปรึกษาทางกฎหมาย ในการจัดทำความเห็นที่ปรึกษาพันธบัตรจะต้องระบุถึงสาระสำคัญทางกฎหมาย 2 ประการดังนี้²¹

²⁰ Robert Zipt, How the Bond Market Works (U.S.A. : New York Institute of Finance, 1997), P.86.

²¹ Robert Zipt, How the Bond Market Works (U.S.A. : New York Institute of Finance, 1997), P.89.

1. การออกพันธบัตรเทศบาลนี้เป็นไปตามที่กฎหมายรัฐธรรมนูญของ
มลรัฐ กฎหมายของหน่วยการปกครองท้องถิ่นกำหนดและได้ดำเนินการตามกระบวนการทาง
กฎหมายทุกประการ

2. รายได้จากดอกเบี้ยพันธบัตรจะได้รับยกเว้นภาษีจากภาษีรายได้
รัฐบาลกลาง (Federal Income Taxes) และภาษีรายได้มลรัฐ (State Income Taxes)

นอกจากนี้ที่ปรึกษาพันธบัตรจะต้องพิจารณาจนแน่ใจว่าไม่มีการ
ละเลย ละเว้นข้อความอันเป็นสาระสำคัญและเอกสารทั้งหมดเป็นเอกสารที่ถูกต้องและ
เป็นจริง ที่ปรึกษาพันธบัตรจะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นค่าตอบแทนการให้บริการ

5. ผู้แทนผู้ถือพันธบัตร (Trustee)

ผู้แทนผู้ถือพันธบัตรเป็นตัวแทนของผู้ถือพันธบัตรทั้งปวงโดยเกิดขึ้น
จากการทำสัญญากับผู้ออกพันธบัตรเพื่อปกป้องคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตร
ความรับผิดชอบของผู้แทนผู้ถือพันธบัตรรวมไปถึงการดูแลให้ผู้ออกพันธบัตรปฏิบัติตามข้อ
กำหนดสิทธิว่าด้วยสิทธิและหน้าที่ของผู้ออกพันธบัตรเทศบาล หากผู้ออกพันธบัตรเทศบาล
ไม่ปฏิบัติตาม ผู้แทนผู้ถือพันธบัตรเทศบาลสามารถดำเนินการตามกฎหมายต่อผู้ออก
พันธบัตรเทศบาลแทนผู้ถือพันธบัตรเทศบาลทั้งปวงได้

6. ผู้ค้ำประกันพันธบัตรเทศบาล (Municipal Bond Insurance)

ผู้ค้ำประกันพันธบัตรเทศบาลจะทำหน้าที่ค้ำประกันว่าผู้ออกพันธบัตร
เทศบาล สามารถชำระเงินต้นและดอกเบี้ยสำหรับพันธบัตรในเวลาที่กำหนด หากผู้ออก
พันธบัตรเทศบาลไม่ชำระเงินดังกล่าวนี้ ผู้ค้ำประกันพันธบัตรเทศบาลตกลงจะชำระต้นเงิน
และดอกเบี้ยให้กับผู้ถือพันธบัตร

ปัจจุบันการค้าประกันพันธบัตรเทศบาลมีความสำคัญในการออกพันธบัตรเทศบาลเป็นอย่างมาก ในปี 1995 พันธบัตรเทศบาลที่ออกใหม่มีการค้าประกัน 43% และในปี 1996 อัตราส่วนของการค้าประกันพันธบัตรเทศบาลมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น

การค้าประกันพันธบัตรเทศบาลจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ลงทุนและผู้ออกพันธบัตรเทศบาล กล่าวคือ พันธบัตรนั้นมักจะได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ Aaa หรือ AAA ซึ่งเป็นระดับดีที่สุดจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ผู้ค้าประกันจะได้รับค่าตอบแทนในรูปของค่าธรรมเนียมการค้าประกันจากผู้ออกพันธบัตรเทศบาล

7. ผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (Underwriter)

- ผู้รับประกันการจัดจำหน่าย

มีหน้าที่นำพันธบัตรเทศบาลที่ออกใหม่ไปเสนอขายกับประชาชนผู้ลงทุนที่สนใจทั่วไปเป็นครั้งแรกและรับประกันกับผู้ออกพันธบัตรว่าหากพันธบัตรนั้นจำหน่ายไม่หมดผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะรับซื้อพันธบัตรนั้นไว้เอง

- กลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (The Syndicate)

กลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่าย คือ กลุ่มผู้ค้าที่มาร่วมกันเป็นการชั่วคราวเพื่อทำหน้าที่รับประกันการจัดจำหน่ายภายใต้การควบคุมของผู้จัดการอาวุโส (senior manager) กลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะมีอายุประมาณ 30 วัน โดยจะประกอบไปด้วยสมาชิกตั้งแต่สองรายจนถึงหนึ่งร้อยราย นอกจากนี้อาจจะมีผู้จัดการกลุ่มมากกว่าหนึ่งรายก็ได้ แต่จะมีผู้จัดการอาวุโสหรือผู้จัดการหลักเพียงคนเดียวเท่านั้น

การจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายทำได้โดยการส่งจดหมายเชิญเชิญหรือการทำสัญญาซึ่งจะกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และภาระหน้าที่ของสมาชิกกลุ่มรวมไปถึงกำหนดรายละเอียดของการจัดจำหน่าย จำนวนของพันธบัตรที่จะออกจำหน่ายชื่อผู้จัดการและสมาชิก ลำดับของคำตั้ง

กลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายจะไม่คิดค่าธรรมเนียมในการขายพันธบัตร เนื่องจากเป็นการกระทำในฐานะผู้ค้าหรือเป็นตัวการเอง กล่าวคือ จะทำการซื้อและขายพันธบัตรเพื่อบัญชีตัวเอง

รายได้ของกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายจะมาจากส่วนต่าง (Spread) ของราคาที่กลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายซื้อพันธบัตรมาในราคาหนึ่งและขายพันธบัตรไปในราคาที่สูงกว่า ผู้จัดการของกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะจัดสรรพันธบัตรให้กับสมาชิกในราคา Takedown ราคา Takedown จะประมาณ 750 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อเงินต้นจำนวน 1,000 ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งต่ำกว่าราคาเสนอขายต่อประชาชน²²

หน้าที่ของผู้รับประกันการจัดจำหน่าย

ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายมีหน้าที่ในการนำพันธบัตรเทศบาลไปเสนอขายต่อประชาชน โดยทั่วไปก่อนที่จะมีการเสนอขายพันธบัตรเทศบาลนั้น ในการเสนอขายพันธบัตรเทศบาลที่มีมูลค่าเกินกว่า 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายต้องติดต่อกับผู้ออกพันธบัตรเพื่อให้ผู้ออกพันธบัตรส่งมอบ Final Official Statement ให้กับผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลังจากนั้นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายต้องตรวจสอบ Official Statement ว่ามีข้อความที่อาจทำให้เข้าใจผิดในสาระสำคัญหรือละเว้นการเปิดเผยข้อมูลใด ๆ หรือไม่โดยเป็นการปฏิบัติตามที่คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลกำหนด²³

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดห้ามมิให้ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายเข้ารับประกันการจัดจำหน่ายนั้น เว้นแต่จะพิจารณาแล้วว่าผู้ออกพันธบัตรเทศบาลได้ให้ข้อมูลอย่างเพียงพอ นอกจากนี้ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะต้องใช้

²² Robert Zipf, How The Bond Market Works (U.S.A., : New York Institute of Finance, 1997), P.99.

²³ MSRB's Rule G-32.

ความระมัดระวังในการตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลที่ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลจัดทำขึ้น โดยใช้ความรู้ความสามารถเช่นผู้มีวิชาชีพจะพึงกระทำ หากผู้รับประกันการจัดจำหน่ายเห็นว่ามีการเปิดเผยข้อมูลไม่เพียงพอหรือมีประเด็นน่าสงสัย ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะต้องกำหนดให้ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลจัดส่งข้อมูลเพิ่มเติมหรือตรวจสอบจนสิ้นประเด็นข้อสงสัย

นอกจากนี้ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายต้องเตรียม Official Statement ดังกล่าวให้พร้อมเสมอสำหรับลูกค้าที่อาจมาขอ Official Statement ในระหว่างเวลาที่ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายได้รับ Official Statement จนถึงวันขายพันธบัตร

ข้อยกเว้น

แม้จะเป็นการเสนอขายพันธบัตรเทศบาลที่มีมูลค่าเกิน 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ หรือมากกว่า หากเข้าหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้ก็ไม่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้น

1. พันธบัตรที่ขายให้แก่บุคคลไม่เกิน 35 ราย โดยเป็นบุคคลที่จะซื้อพันธบัตรเพื่อบัญชีของตัวเองและไม่คิดจะเสนอขายไปให้ผู้อื่นต่อ รวมไปถึงบุคคลที่มีความรู้และประสบการณ์ในด้านการเงินและธุรกิจที่สามารถวิเคราะห์ข้อดีและข้อเสียของการลงทุนได้
2. พันธบัตรที่มีกำหนดอายุได้ถอนไม่เกิน 9 เดือน
3. พันธบัตรที่ออกสิทธิแก่ผู้ถือพันธบัตรในการขายคืนพันธบัตรในราคา

หน้าตัว

MSRB Rules G-36 กำหนดให้นายหน้าผู้ค้า และผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจัดส่ง Final Official Statement ที่ผู้ออกพันธบัตรได้จัดเตรียมไว้ให้กับคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลด้วย

เหตุที่มีการกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวนี้ขึ้นมาเพื่อให้คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลสามารถรวบรวมข้อมูลของผู้ออกพันธบัตรได้ นอกจากนี้ยังได้มีการตั้ง Municipal Securities Library (MSIL) System โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรวบรวมข้อมูลและแพร่ข่าวของผู้ออกพันธบัตรอีกด้วย

8. สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (The National Association of Security Dealer (NASD))

สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติจัดตั้งขึ้นโดยสภาองเกรสตาม Securities Exchange Act of 1934 และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติไม่ถือเป็นหน่วยงานของรัฐแต่เป็นสมาคมนายหน้าผู้ค้าอิสระ มีอำนาจในการกำกับดูแลสมาชิกในการประกอบกำกับการเป็นนายหน้าผู้ค้าเพื่อให้มีการซื้อขายอย่างเป็นธรรมและสุจริต

ในการกำกับดูแลสมาชิก สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติได้กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อให้สมาชิกปฏิบัติตาม 2 เรื่องใหญ่ ๆ คือ

1. Rules of Fair Practice และ
2. Uniform Practice Code

สมาชิกของสมาคม คือ นายหน้าผู้ค้าที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนด

นายหน้า คือ บุคคลไม่ว่าจะเป็นบุคคลธรรมดา ห้างหุ้นส่วน หรือบริษัท ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อบุคคลอื่น

ผู้ค้า คือ บุคคลที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อบัญชีตนเอง

ธนาคารพาณิชย์ไม่อาจเข้าร่วมเป็นสมาชิกของสมาคมได้

9. คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาล (Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB))

คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization) จัดตั้งโดย Securities Exchange Act of 1934 ซึ่งมี

การแก้ไขในปี 1975 โดยมีอำนาจหน้าที่ในการออกกฎระเบียบที่เกี่ยวกับการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาล²⁴

คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลประกอบไปด้วยคณะกรรมการ 15 คน โดยเป็นตัวแทนจากผู้ค้าที่เป็นบริษัทนายหน้า ผู้ค้าที่เป็นธนาคารพาณิชย์ และบุคคลภายนอกฝ่ายละ 5 คน การกำหนดหลักเกณฑ์ของคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลจะต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก่อน

คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลมีอำนาจในการกำหนดหลักเกณฑ์สำหรับนายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลเกี่ยวกับคุณสมบัติในการประกอบวิชาชีพ วิธีปฏิบัติในการขาย การเก็บรักษาสันทัด การโฆษณา และการตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎหมาย อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลไม่มีอำนาจพิจารณาความคิดและลงโทษผู้กระทำความผิดตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นมานี้ ผู้ที่มีอำนาจในการพิจารณาความคิดและลงโทษ ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ และองค์กรที่กำกับดูแลธนาคาร

10. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission (SEC))

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization) จัดตั้งขึ้นตาม Securities Exchange Act of 1934 ประกอบไปด้วยกรรมการ 5 คน ซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากประธานาธิบดีโดยคำแนะนำของสภา Senate โดยเป็นองค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน บริหารและควบคุมดูแลผู้ประกอบการธุรกิจ และการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทั้งในตลาดแรกและ

²⁴ Securities Exchange Act of 1934 Section 15B.

ตลาดรอง²⁵ มีอำนาจในการดำเนินการทางวินัย พิจารณาความผิดและลงโทษกับนายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลที่กระทำการฝ่าฝืนกฎหมายที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือกฎระเบียบต่าง ๆ ที่ใช้บังคับกับนายหน้าผู้ค้าพันธบัตรเทศบาลโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สามารถสั่งพัก ยกเลิก หรือปฏิเสธการจดทะเบียนเป็นนายหน้าผู้ค้ารวมไปถึงจำกัดการประกอบธุรกิจของนายหน้าผู้ค้าได้

11. สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency)

ทำหน้าที่ให้ข้อมูล วิเคราะห์ข้อมูล และจัดอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตรเทศบาล และผู้ออกพันธบัตรเทศบาล ในการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลส่วนใหญ่จะมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสำหรับพันธบัตรเทศบาลที่จะออกมานั้นโดยบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่มีชื่อเสียง เช่น Moody's Investor Service และ Standard & Poor's เป็นต้น การจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะคิดเป็นเกรดตั้งแต่ Aaa จนถึง C (สำหรับ Moody's Investor Service) และ AAA จนถึง D (สำหรับ Standard & Poor's) พันธบัตรที่ได้รับเกรดสูงจะแสดงให้เห็นว่าผู้ออกพันธบัตรเทศบาลมีความสามารถที่จะชำระคืนเงินและดอกเบี้ยได้ซึ่งจะมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าพันธบัตรที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในลำดับต่ำ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นการตอบแทน

การจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะทำให้ผู้ลงทุนได้ทราบถึงระดับของความเสี่ยงในการชำระคืนเงินและดอกเบี้ยของผู้ออกพันธบัตรซึ่งจะช่วยในการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนว่าควรลงทุนในพันธบัตรนั้น ๆ หรือไม่

²⁵ ฝ่ายกฎหมายตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน” (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

12. ผู้ลงทุน (Investor)

ได้แก่ ประชาชนผู้มีเงินออมและประสงค์จะลงทุนในพันธบัตรเทศบาล ผู้ลงทุนประกอบไปด้วยผู้ลงทุนซึ่งเป็นบุคคลธรรมดาทั่ว ๆ ไป และผู้ลงทุนสถาบัน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญ มูลนิธิ สมาคม สถาบันการเงินต่าง ๆ

3.4 กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการออกพันธบัตรเทศบาล

1. State's Constitution หรือ Municipalities Charter

เป็นกฎหมายที่ให้อำนาจกับมลรัฐและหน่วยการปกครองท้องถิ่น ไม่ว่าจะเป็น County Town Township City Special District ให้สามารถออกพันธบัตรเพื่อระดมเงินทุนจากประชาชนไปใช้จ่ายตามโครงการตามภาระหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติตามความต้องการของตนในชุมชนได้

2. Securities Act of 1933

กฎหมายฉบับนี้ว่าด้วย “ความจริงในหลักทรัพย์” ซึ่งมีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ

(ก) เพื่อนำเสนอสถานะทางการเงินและข้อมูลอื่น ๆ อันเป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน

(ข) เพื่อป้องกันการแสดงข้อความเท็จ หลอกลวง หรือการกระทำ หรือการปฏิบัติอันเป็นกลฉ้อฉลต่าง ๆ ในการขายหลักทรัพย์ทั่ว ๆ ไป (ไม่ว่าจะต้องจดทะเบียนหรือไม่)

สาระสำคัญของกฎหมายฉบับนี้ คือ²⁶

วัตถุประสงค์ประการแรก (ก) นำมาใช้กับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน โดยบริษัทซึ่งออกหลักทรัพย์นั้นหรือผู้อื่นซึ่งมีความเกี่ยวข้องในการควบคุมบริษัทนั้นๆ ก่อนที่จะเสนอขายต่อสาธารณชนดังกล่าว ซึ่งยังผลให้มีการนำหนังสือชี้ชวนไปจดทะเบียนด้วย ตามมาตรา 10(A) ข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับหุ้นที่ออกตามรายละเอียดดังที่กำหนดไว้ โดยกฎหมาย เมื่อข้อมูลดังกล่าวได้รับการตรวจสอบและอนุมัติแล้ว การจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นจึงเริ่มกระทำได้ วัตถุประสงค์ของการจดทะเบียนนี้ก็เพื่อที่จะเปิดเผยฐานะการเงินตลอดจนปัจจัยต่าง ๆ เกี่ยวกับหุ้นที่ออกซึ่งจะยังผลให้ผู้ลงทุนสามารถประเมินคุณค่าของหุ้นได้ และก่อนที่จะมาถึงจุดนี้ผู้ลงทุนต้องได้รับหนังสือชี้ชวนแจ้งข้อมูลดังกล่าว (หนังสือเวียนเสนอการขาย) ว่าด้วยปัจจัยสำคัญต่าง ๆ ตามที่ได้แจ้งจดทะเบียนไว้เพื่อที่ผู้ลงทุนสามารถตีราคาหลักทรัพย์และตอบสนองโดยตัดสินใจลงทุนในวงเงินลงทุนสูงหรือต่ำแตกต่างกันไป

การจดทะเบียนหลักทรัพย์

การจดทะเบียนนี้ไม่ได้เป็นการประกันว่าผู้ลงทุนจะไม่ขาดทุนในการลงทุน และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก็ไม่สามารถที่จะไม่รับจดทะเบียนด้วยเพียงเหตุที่ว่าหลักทรัพย์อาจไม่มีผู้สนใจซื้อ

วัตถุประสงค์ของการจดทะเบียนมีเพียงว่า ต้องการให้มีการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ เหล่านั้น พร้อมทั้งข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญที่จะอำนวยให้ผู้ลงทุนทำการประเมินคุณค่าแห่งหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม และสามารถตัดสินใจได้ว่าจะตกลงซื้อหลักทรัพย์นั้นหรือไม่ หากมีการเปิดเผยข้อเท็จจริงที่เที่ยงตรงชัดเจนและมากพอ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถปฏิเสธการรับจดทะเบียนหรือห้ามการจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นต่อสาธารณชนได้ไม่ว่าราคาหรือเงื่อนไขในการเสนอขายหรือการชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับ

²⁶ นายสุเทพ สิริพงษ์กุล, “องค์กรในการกำกับดูแลและควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์”, (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจคณะนิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2533), หน้า 43-45.

โอกาสของความสำเร็จในธุรกิจจะดูเหมาะสมหรือไม่ก็ตาม ผู้ลงทุนต้องใช้ดุลยพินิจประเมินปัจจัยต่าง ๆ เอง ตามนัยแห่งข้อเท็จจริงซึ่งได้แสดงจากการเปิดเผยนั้น และถ้าเป็นกรณีข้อเท็จจริงได้รับการเปิดเผยอย่างเพียงพอและถูกต้องเที่ยงตรง ดังนั้น ผู้ลงทุนก็จะต้องรับภาระความเสี่ยงทุกประการที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อหลักทรัพย์

การรับจดทะเบียนมิได้เป็นการประกันว่า ข้อเท็จจริงที่เปิดเผยในข้อความที่จดทะเบียนและหนังสือชี้ชวนมีความถูกต้องเที่ยงตรงอย่างสมบูรณ์ที่สุด กฎหมายเพียงแต่ห้ามการแจ้งเท็จหรือการชี้ชวนที่จะก่อให้เกิดการสำคัญผิด โดยกำหนดโทษปรับหรือจำคุกหรือทั้งปรับและจำคุก

ยกเว้นการจดทะเบียน

การจดทะเบียนดังกล่าวใช้บังคับแก่หุ้นที่ออกโดยบริษัทเอกชนทั้งในและนอกประเทศตลอดจนหลักทรัพย์ของรัฐบาลต่างประเทศนั้น แต่อย่างไรก็ตามยังมีข้อยกเว้นบางประการซึ่งได้แก่

1. การเสนอขายหุ้นต่อกลุ่มบุคคลที่จำกัดจำนวนแน่นอนหรือสถาบันการเงินกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งโดยเฉพาะ (Private Placement) และผู้ได้รับการเสนอขายมีการทราบข้อมูลที่จะต้องเปิดเผยตามที่กฎหมายกำหนดและเป็นการเฉพาะกิจและจะไม่มี การเสนอขายต่อไปอีก
2. การเสนอขายหุ้นที่จำกัด ผู้ซื้อต้องเป็นผู้ที่มีภูมิลำเนาอยู่ในรัฐเดียวกันกับรัฐที่บริษัทผู้ออกหุ้น ได้ถูกก่อตั้งขึ้นหรือดำเนินธุรกิจอยู่
3. หลักทรัพย์ของเทศบาลท้องถิ่น รัฐ รัฐบาลกลาง หรือตราสารชนิดอื่น ๆ ของทางราชการ หรือของสถาบัน สาธารณกุศล หรือของธนาคาร หรือตราสารที่ออกให้แก่ผู้ถือตามพระราชบัญญัติการพาณิชย์ระหว่างรัฐ (Interstate Commerce Act)
4. การเสนอขายหุ้นในวงเงินจำกัดไม่เกิดจำนวนตามกฎข้อบังคับของคณะกรรมการที่กำหนดไว้
5. การเสนอขายโดย “บริษัทลงทุนธุรกิจเล็ก ๆ” (Small Business Investment Companies) ตามกฎและข้อบังคับที่กำหนดโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด

หลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นกรณียกเว้นการจดทะเบียนหรือไม่ก็ตาม มาตรการป้องกันกลฉ้อฉลตามที่ระบุไว้ในวรรคแรกแห่งบทบัญญัตินี้ย่อมใช้บังคับแก่หลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการพาณิชย์ระหว่างรัฐหรือกรณีการเสนอขายหลักทรัพย์ทางไปรษณีย์

เห็นได้ว่ากฎหมายฉบับนี้เป็นกฎหมายที่ควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเพื่อให้ผู้ออกหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอและเป็นจริงโดยกฎหมายฉบับนี้ได้กำหนดให้พันธบัตรเทศบาลเป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับการยกเว้น (Exempt Securities) จากการจดทะเบียนเสนอขายหลักทรัพย์ และการยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวน (Filing) ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และไม่ตกอยู่ภายใต้บทบัญญัติในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลดังเช่นบริษัทเอกชน²⁷

แต่อย่างไรก็ตาม บทบัญญัติในเรื่องการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อโกงยังคงให้นำมาใช้กับพันธบัตรเทศบาลโดยเฉพาะใน Section 17 a ซึ่งเป็นเรื่องรายละเอียดไม่เปิดเผยข้อเท็จจริงหรือทำให้เกิดความเข้าใจผิดในข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญใน Official Statement ที่แจกจ่ายให้กับผู้ลงทุน

3. Securities Exchange Act of 1934

เป็นกฎหมายที่ควบคุมการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ ควบคุมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์และควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งในและนอกตลาด โดยกฎหมายฉบับนี้กำหนดให้นายหน้าผู้ค้าที่ทำธุรกรรมเกี่ยวกับพันธบัตรต้องจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์²⁸ นอกจากนี้ กฎหมายฉบับนี้ยังให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการกำกับดูแล นายหน้าผู้ค้าตามบทบัญญัติว่าด้วยการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อโกงตาม Section 10b และ Rule 10(b) 5

²⁷ Securities Act of 1933 Section 3 (a) 2.

²⁸ Securities Exchange Act of 1934 Section 15 (a)(1)

5. MSRB's Rules

เป็นกฎเกณฑ์ที่คณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลกำหนดขึ้นมา เพื่อกำกับดูแลนายหน้าผู้ค้าที่ทำธุรกรรมเกี่ยวกับพันธบัตรเทศบาลให้ดำเนินการประกอบธุรกิจอย่างเป็นธรรมและสุจริต

6. NASD's Rules

เป็นกฎเกณฑ์ซึ่งกำหนดให้นายหน้าผู้ค้าซึ่งเป็นสมาชิกของสมาคมนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ เปิดเผยค่าธรรมเนียม (commission) ที่คิดในการซื้อขายพันธบัตรเทศบาลให้ผู้ลงทุนทราบโดยแนบไปกับใบยืนยันการซื้อขายพันธบัตร (confirmation) ด้วย

นอกจากนี้จำนวนค่าธรรมเนียมที่นายหน้าผู้ค้าคิดจากผู้ลงทุนนั้น จะต้องเป็นราคาที่เป็นธรรมสมเหตุสมผลและเป็นไปตามกฎที่สมาคมนายหน้าผู้ค้ากำหนด

3.5 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับพันธบัตรเทศบาล

ความหมายของพันธบัตรเทศบาล

พันธบัตรเทศบาล หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยมลรัฐหรือรัฐบาลท้องถิ่น เช่น Cities County Township Special District เป็นต้น โดยเป็นการกู้ยืมเงินระยะยาวจากผู้ลงทุนเพื่อนำเงินไปใช้ในโครงการต่าง ๆ ของผู้ออกพันธบัตร²⁹

²⁹ Securities Exchange Act of 1934 Section 3 (a)(29).

พันธบัตรเทศบาลแบ่งได้เป็น 2 ประเภท³⁰ ดังนี้

1. พันธบัตรภาษีเทศบาล (General Obligation Bonds) เป็นตราสารที่ออกโดย มลรัฐและหน่วยการปกครองท้องถิ่น ลักษณะเฉพาะของพันธบัตรเทศบาลประเภทนี้ คือ ผู้ออกพันธบัตรมีอำนาจในการจัดเก็บภาษีและจะนำรายได้จากภาษีที่จัดเก็บได้มาทำการไถ่ถอนพันธบัตรและชำระดอกเบี้ย พันธบัตรประเภทนี้ไม่มีใครจะมีการผิดนัดเนื่องจากผู้ออกพันธบัตรมีอำนาจในการเรียกเก็บภาษีมาชำระต้นเงินและดอกเบี้ยได้

2. พันธบัตรรายได้เทศบาล (Revenue Bonds) พันธบัตรประเภทนี้ออกโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินไปใช้ในโครงการต่าง ๆ โดยกำหนดไว้เป็นการเฉพาะเจาะจง เช่น โครงการสร้างโรงงานผลิตกระแสไฟฟ้า โครงการกำจัดน้ำเสีย ผู้ออกพันธบัตรประเภทนี้ผูกพันที่จะต้องแบ่งรายได้ที่เก็บจากการให้บริการของโครงการเพื่อนำมาชำระต้นเงินและดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือพันธบัตร ดังนั้น ผู้รับภาระที่แท้จริงจึงเป็นผู้ให้บริการของโครงการนั้น ๆ พันธบัตรรายได้เทศบาลมีความเสี่ยงมากกว่าพันธบัตรภาษีเทศบาลเนื่องจากหน่วยการปกครองท้องถิ่นไม่ได้ค้ำประกันพันธบัตร พันธบัตรรายได้เทศบาลจึงอาจเกิดการผิดนัดได้มากกว่าพันธบัตรภาษีเทศบาล ตัวอย่างของพันธบัตรประเภทนี้ เช่น พันธบัตรรายได้สนามบิน (Airport Revenue Bonds) ผู้ออกพันธบัตรประเภทนี้มีรายได้สำคัญมาจากค่าธรรมเนียมที่เก็บจากผู้มาใช้บริการของสนามบิน ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการจอดอากาศยาน (Landing Fee) ค่าธรรมเนียมสัมปทาน (Concession Fees) หรือค่าธรรมเนียมที่เก็บจากสายการบินที่มาใช้เครื่องอำนวยความสะดวกของทางสนามบิน เป็นต้น

ลักษณะของพันธบัตรเทศบาล

พันธบัตรเทศบาลเป็นตราสารหนี้ดังนั้นจึงมีลักษณะดังต่อไปนี้

1. เงินต้นหรือราคาหน้าตั๋ว (Principal / Par Value) ราคาหน้าตั๋ว คือ จำนวนเงินที่ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรนั้นไปและจะได้เงินจำนวนนั้นคืนเมื่อถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน

³⁰ Frank J. Fabozzi and T. Dossa Fobozzi, Bond Market, Analysis And Strategies

2. อัตราดอกเบี้ย (Interest) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรจะมีทั้งกำหนดอัตราดอกเบี้ยคงที่ตลอดอายุพันธบัตร (Fixed Rate) หรืออัตราลอยตัว (Floating Rate) โดยจ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง หรือไม่จ่ายดอกเบี้ย (Zero Coupon) แต่ผู้ออกพันธบัตรจะขายพันธบัตรในราคาต่ำกว่าราคาหน้าตั๋วและผู้ซื้อพันธบัตรจะได้เงินคืนเท่ากับราคาหน้าตั๋วเมื่อพันธบัตรครบอายุ

3. วันครบกำหนดไถ่ถอน (Maturity Date) วันครบกำหนดไถ่ถอน คือ วันที่ผู้ออกพันธบัตรต้องชำระราคาหน้าตั๋วหรือเงินคืนให้กับผู้ถือพันธบัตร โดยผู้ออกพันธบัตรจะกำหนดตารางวันครบกำหนดไถ่ถอนของพันธบัตรที่ตนออกมาโดยการไถ่ถอนนั้นมีการไถ่ถอน 2 ลักษณะคือ³¹

1. การไถ่ถอนเป็นงวด ๆ (Serial Bonds) จะมีการชำระคืนเงินต้นเป็นบางส่วนในแต่ละปี

2. การไถ่ถอนงวดเดียวเมื่อครบอายุ (Term Bonds) ผู้ออกพันธบัตรต้องกันเงินส่วนหนึ่งสำหรับไถ่ถอนพันธบัตรไว้ล่วงหน้า

อย่างไรก็ตาม ผู้ออกพันธบัตรสามารถซื้อคืนพันธบัตรก่อนครบกำหนดและผู้ถือพันธบัตรสามารถขายคืนพันธบัตรก่อนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนได้เช่นกันหากมีเงื่อนไขกำหนดไว้

3.6 การออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาล

3.6.1 ตลาดแรก (Primary Market)

เมื่อผู้ออกพันธบัตรเทศบาลประสงค์จะเสนอขายพันธบัตรเทศบาลต่อประชาชนจะต้องเสนอขายพันธบัตรโดยผ่านผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (Underwriter) โดย

³¹ Robert Lawrence Kuhn, Corporate and Municipal Securities (U.S.A.: Dow Jones-Irwin Inc., 1990), P.757.

ในการเลือกสรรผู้รับประกันการจำหน่ายมี 2 วิธี คือ³²

1. การประมูลแข่งขัน (Competitive Sale)
2. การเจรจาต่อรอง (Negotiated Sale)

1. ประมูลแข่งขัน (Competitive Sale)

การประมูลแข่งขันมักจะใช้กับพันธบัตรภาษีเทศบาล (General Obligation Bond) โดยผู้ออกพันธบัตรจะประกาศอย่างเป็นทางการ (Official Announcement) ถึงการประมูลแข่งขันในหนังสือพิมพ์ท้องถิ่น ประกาศฉบับนี้จะกำหนดรายละเอียดเกี่ยวกับจำนวนพันธบัตรที่จะออกและเสนอขาย วันครบกำหนดไถ่ถอน วัตถุประสงค์ในการออกพันธบัตร รวมไปถึงคำแนะนำในการส่งคำเสนอซื้อของผู้รับประกันการจำหน่าย

ประกาศอย่างเป็นทางการ (Official Announcement) นี้ ถือเป็นเอกสารการเปิดเผยข้อมูลและเอกสารในการขาย ซึ่งผู้ออกพันธบัตรเป็นผู้จัดทำขึ้นเพื่อที่จะเปิดเผยข้อมูลให้สาธารณชนได้ทราบถึงเงื่อนไขและสาระสำคัญในการออกและเสนอขายพันธบัตร ประกาศอย่างเป็นทางการ (official announcement) จึงมีวัตถุประสงค์เหมือนกับหนังสือชี้ชวน (prospectus) ในการระดมทุนทางภาคเอกชน (corporate financing)

ภายหลังจากการที่มีการประกาศอย่างเป็นทางการแล้ว บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้รับประกันการจำหน่าย (Securities Underwriting Firms) จะประชุมร่วมกันเพื่อพิจารณาถึงผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในการทำคำเสนอซื้อพันธบัตรที่ออกใหม่นี้ และจะจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายร่วม (Underwriting Syndicate) ขึ้น

³² Robert Lamb, James Leigland and Stephen Rappaport, The handbook of Municipal Bonds and Public Finance (U.S.A. : New York Institute of Finance, 1993),

การจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายร่วม จะเริ่มจากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ก่อตั้งกลุ่มจะส่งจดหมาย (Syndicate Letter) ไปยังบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายอื่น ๆ โดยเนื้อหาของจดหมายจะเชิญให้เข้าร่วมกลุ่มและอธิบายถึงสาระสำคัญ และเงื่อนไขในการจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่าย อย่างไรก็ตาม ไม่มีข้อกำหนดใดที่บัญญัติให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เข้าร่วมในกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่าย ต้องร่วมในการเสนอขายพันธบัตรเทศบาล บริษัทหลักทรัพย์มีอิสระที่จะยื่นคำเสนอซื้อฝ่ายเดียว (Single-handed Bids) ในการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตรเทศบาลที่ออกมาทั้งหมดแต่เพียงผู้เดียวได้

เมื่อถึงกำหนดวันที่ต้องทำคำเสนอซื้อ สมาชิกของกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายจะมาประชุมร่วมกันในที่ประชุมกลุ่มเพื่ออภิปรายและตกลงกันในการทำคำเสนอซื้อ หากมีบริษัทหลักทรัพย์ใดที่ไม่เห็นด้วยกับข้อตกลงก็สามารถถอนตัวจากกลุ่มได้ โดยบริษัทที่ยังเหลืออยู่ก็จะรับผิดชอบในการเสนอขายพันธบัตรเทศบาลตามสัดส่วนของตนจากกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายทั้งหมด ซึ่งจะกำหนดไว้ในข้อตกลงร่วมกันระหว่างผู้รับประกันการจำหน่าย

ผู้ออกพันธบัตร จะกำหนดช่วงเวลาในการส่งคำเสนอซื้อ โดยผู้ออกพันธบัตรจะพิจารณาเลือกผู้ประมูลที่เสนอราคาต่ำสุด ดังนั้น ผู้ที่ส่งคำเสนอซื้อที่ต่ำสุดจะได้รับพันธบัตรนั้นไปเสนอขาย

2. การเจรจาต่อรอง (Negotiated Sale)

การรับประกันการจัดจำหน่ายแบบเจรจาต่อรองมักจะใช้กับพันธบัตรรายได้เทศบาล (Revenue Bond) โดยตั้งแต่ปี 1990 เป็นต้นมาการจัดจำหน่ายแบบเจรจาต่อรองได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก ปริมาณพันธบัตรที่ออกมาเป็นส่วนใหญ่ถึง 2 ใน 3 ของพันธบัตรที่ออกมาทั้งหมดมักจะใช้วิธีจัดจำหน่ายแบบเจรจาต่อรอง

การจัดจำหน่ายแบบเจรจาต่อรองจะมีกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายเช่นเดียวกับวิธีประมูลแข่งขันแต่วิธีการจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะแตกต่างกัน โดยในการเจรจาต่อรองนั้นผู้ออกพันธบัตรจะเป็นผู้เลือกผู้จัดการหลักและสมาชิกของกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายร่วม³³ ในการพิจารณาเลือกสรรผู้รับประกันการจัดจำหน่าย ผู้ออกพันธบัตรจะทำการสัมภาษณ์ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์หลาย ๆ ราย โดยพิจารณาจากการเสนอขายพันธบัตรในอดีต ที่ตั้งของผู้รับประกันการจัดจำหน่าย และความเชี่ยวชาญในการเสนอขายพันธบัตร

เมื่อผู้ออกพันธบัตรเลือกตัวผู้จัดการหลักและสมาชิกสำหรับกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายร่วมได้แล้ว ก็จะมีการจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่ายร่วมขึ้นมาโดยมีการส่งจดหมายเชิญให้เข้าร่วมกลุ่มหรือมีการทำสัญญาระหว่างสมาชิกในกลุ่มผู้รับประกันการจัดจำหน่าย

หลังจากนั้น ผู้จัดการหลักจะทำการเจรจาดกลงกับผู้ออกพันธบัตรถึงอายุของพันธบัตรและกำหนดวันที่จะเสนอขายโดยผู้จัดการหลักจะให้คำแนะนำแก่ผู้ออกพันธบัตรในเรื่องต่าง ๆ เช่น ลักษณะการไถ่ถอนพันธบัตรควรจะเป็นลักษณะการไถ่ถอนเป็นงวด ๆ หรือไถ่ถอนครั้งเดียวเมื่อครบกำหนด อัตราดอกเบี้ยที่จะให้แก่ผู้ถือพันธบัตรรวมไปถึงส่วนต่าง (Spread) ที่ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะได้รับ เมื่อได้ตกลงถึงสาระสำคัญของพันธบัตรแล้ว ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายก็จะเสนอขายพันธบัตรนั้นต่อประชาชน โดยสามารถปรับเปลี่ยนเงื่อนไขในพันธบัตรได้ตามสถานะของตลาด เช่น หากพันธบัตรนั้นได้รับความนิยม ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายอาจเพิ่มราคาหน้าตั๋วได้ และถ้าพันธบัตรนั้นขายไม่ดีก็อาจลดราคาหน้าตั๋วลง

การจัดจำหน่ายพันธบัตรโดยใช้วิธีเจรจาต่อรองนี้มีความยืดหยุ่นมากกว่าแบบประมูลแข่งขัน เนื่องจากสามารถปรับเปลี่ยนตามความต้องการขายและความต้องการซื้อ

³³ Robert Zipf, *How the Bond Market Works* (U.S.A. : New York Institute of Finance, 1997), P.109.

ได้ง่ายกว่า ภายหลังจากที่ผู้ออกพันธบัตรได้เลือกผู้รับประกันการจำหน่ายแล้วไม่ว่าจะโดยวิธีประมูลแข่งขันหรือวิธีการเจรจาต่อรองก็ตาม หากผู้ออกพันธบัตรยอมรับข้อเสนอของผู้รับประกันการจำหน่ายก็จะลงนามในสัญญาและขายพันธบัตรให้กับผู้รับประกันการจำหน่ายซึ่งจะจำหน่ายพันธบัตรนั้นต่อผู้ลงทุนสถาบัน และประชาชนทั่วไปต่อไป

ในการขายพันธบัตรให้กับประชาชนหากผู้รับประกันการจัดจำหน่ายขายพันธบัตรนั้นไม่หมด ผู้รับประกันการจำหน่ายจะรับผิดชอบในการจัดจำหน่ายพันธบัตรนั้น ดังนี้

ความรับผิดชอบในการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตรแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ

1. Divided หรือ Western Account
2. Undivided หรือ Eastern Account

1. Divided หรือ Western Account ผู้รับประกันการจำหน่ายจะรับผิดชอบการรับประกันการจำหน่ายเท่าที่ตนได้รับการจัดสรรเท่านั้น

ตัวอย่างเช่น หากผู้รับประกันการจำหน่าย ได้รับจัดสรรให้รับประกันการจำหน่ายพันธบัตร 10% ของจำนวนพันธบัตรที่ออกทั้งหมด ผู้รับประกันการจำหน่ายจะรับผิดชอบเพียง 10% ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ตนจำหน่ายเท่านั้น

2. Undivided หรือ Eastern Account ผู้รับประกันการจำหน่ายจะรับผิดชอบการรับประกันการจำหน่ายทั้งหมดตามสัดส่วนหุ้นดั้งเดิม

ตัวอย่างเช่น ผู้รับประกันการจำหน่ายที่ได้รับการจัดสรรให้รับประกันการจำหน่ายพันธบัตร 10% จะรับผิดชอบพันธบัตรที่ยังขายไม่ได้เฉพาะ 10% เท่านั้น การรับประกันการจำหน่ายพันธบัตรแบบ Undivided Account มักจะใช้กับการซื้อขายพันธบัตรเป็นจำนวนมากส่วนการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตรจำนวนน้อยจะใช้แบบ Divided Account

เมื่อได้มีการเสนอขายพันธบัตรต่อประชาชนและผู้ซื้อได้ชำระเงินสำหรับพันธบัตรนั้นแล้ว จะใช้เวลาประมาณ 1 เดือน ในการออกใบพันธบัตร

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยังได้กำหนดให้ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายกำหนดให้ผู้ออกพันธบัตรจัดทำ Official Statement และเผยแพร่ให้กับประชาชนผู้ลงทุนด้วย³⁴ Official Statement จะประกอบไปด้วยข้อมูลเกี่ยวกับกฎหมายการเงินและข้อมูลอื่น ๆ ที่ผู้ลงทุนต้องการทราบเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

ตัวอย่างเช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ อำนาจในการออกพันธบัตร หลักประกันในการออกพันธบัตร วันครบกำหนดไถ่ถอน อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น

3.6.2 ตลาดรอง (Secondary Market)

พันธบัตรเทศบาลที่ได้ผ่านการจองซื้อในตลาดแรกมาแล้วจะมีการซื้อขายกันในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ((Over-the-Counter) (OTC)) ซึ่งถือเป็นตลาดรองของพันธบัตรเทศบาล ตลาด OTC ไม่มีที่ตั้งที่แน่นอนโดยจะประกอบไปด้วยนายหน้าผู้ค้าทั่วประเทศและทำการซื้อขายพันธบัตรโดยทางโทรศัพท์

ตลาด OTC ถือเป็นตลาดแห่งการต่อรองซึ่งจะแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์ซึ่งตลาดแห่งการประมูลราคา

ในการซื้อขายพันธบัตรผู้ค้า ผู้ลงทุนจะอาศัยข้อมูลเกี่ยวกับพันธบัตรจากเอกสารดังต่อไปนี้

³⁴ Harold S. Bloomenthal and Holmne Robert & Owen, Securities Law Handbook(U.S.A. : Clark Boardman callaghan, 1997), P.320.

1. The Blue List เป็นเอกสารที่มีรายละเอียดเกี่ยวกับจำนวนพันธบัตรที่เสนอขาย ผู้ออกพันธบัตร วันครบกำหนดไถ่ถอน อัตราดอกเบี้ย ราคาที่เสนอขายและชื่อของผู้ค้าที่เสนอขายพันธบัตร

อย่างไรก็ดี ผู้ลงทุนที่อาศัยข้อมูลจาก The Blue List อาจจะประสบปัญหาพันธบัตรนั้นได้มีการขายไปแล้ว หรือชื่อพันธบัตรในราคาที่แตกต่างไปจากที่ลงใน The Blue List นอกจากนี้ The Blue List ยังไม่มีรายละเอียดเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

2. The Daily Bond Buyer

เป็นเอกสารที่เผยแพร่พันธบัตรที่ออกเสนอขายใหม่ประจำวัน การประกาศการจ่ายผลตอบแทนจากผู้ออกพันธบัตร การเจรจาต่อรองในการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตรรวมไปถึงรายชื่อพันธบัตรที่มีการไถ่ถอนก่อนกำหนดด้วย

นอกจากนี้ The Daily Bond Buyer ได้รวบรวมดัชนีการซื้อขายพันธบัตรภาคีเทศบาลในตลาดรองดังต่อไปนี้

1. 20-bond Index จะรวบรวมพันธบัตรที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับปานกลาง (Baa) จนถึงระดับสูง (Aaa) ที่มีระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอน 20 ปี

2. 11-bond Index จะรวบรวมพันธบัตรที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับสูง (AAA, AA และ A) จาก 20-bond Index โดยผลตอบแทนจะต่ำกว่า 20-bond Index ลักษณะที่สำคัญของพันธบัตรที่มีคุณภาพสูง คือ ผลตอบแทนจะต่ำ

3. 30 day Visible Supply เป็นเอกสารซึ่งประกาศเสนอขายพันธบัตรภายใน 30 วัน

4. Munifact เป็นการให้บริการทางอิเล็กทรอนิกส์ ที่จัดให้มีโดย The Bond Buyer โดยมีลักษณะเหมือนการให้บริการข่าวอื่น ๆ เช่น รอยเตอร์ (Reuters) ดาวโจนส์ (Down-Jones) เป็นต้น

ภายหลังจากที่ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรในตลาดรองไปแล้ว นายหน้าจะส่งใบยืนยันคำสั่งซื้อ (Confirmation) ให้กับผู้ลงทุนโดยผู้ลงทุนจะต้องชำระราคาภายใน 3 วันทำการนับแต่วันที่กำหนดใบยืนยันคำสั่งซื้อและจะได้รับใบพันธบัตร (Bond Certificate) ซึ่งมีความเห็นทางด้านกฎหมาย (Legal Opinion) ของที่ปรึกษาพันธบัตร (Bond Counsel) แนบไปด้วย

เมื่อได้รับใบพันธบัตรแล้ว ผู้ลงทุนก็จะมีฐานะเป็นเจ้าของพันธบัตรโดยมีสิทธิที่จะได้รับดอกเบี้ยตามระยะเวลาที่กำหนด และมีสิทธิได้รับเงินคืนเมื่อถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน

อย่างไรก็ดี ในปัจจุบันได้มีการใช้ระบบหักบัญชีโอน (Book-Entry) กล่าวคือ จะไม่มีการส่งมอบใบพันธบัตร แต่จะใช้วิธีบันทึกรายชื่อผู้ถือพันธบัตรในระบบ Computer แทน ซึ่งจะทำให้เกิดความสะดวก ลดความยุ่งยาก และความล่าช้าในการออกใบพันธบัตรได้เป็นอย่างมาก

3.7 การเปิดเผยข้อมูล

พันธบัตรเทศบาลเป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับการยกเว้นการจดทะเบียน³⁵ และได้รับยกเว้นไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (Filing) หรือเอกสารการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์³⁶ (SEC) แม้ผู้ออกพันธบัตรเทศบาลจะต้องจัดทำ Official Statement ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับหนังสือชี้ชวนก็ตาม แต่กฎหมายยกเว้นให้ไม่ต้องนำ Official Statement นี้มาจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งแตกต่างจากการออกพันธบัตรเอกชน (Corporate Bond) ซึ่งจะต้องจดทะเบียนหนังสือชี้ชวนเสมอ เว้นแต่จะเข้าช้อยกเว้นตามที่กฎหมายกำหนด

³⁵ Securities Act of 1933 Section 3 (a) (2).

³⁶ Securities Act of 1933 Section 15B (d) (2).

นอกจากนี้บทบัญญัติในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลที่ใช้บังคับกับหลักทรัพย์ภาคเอกชนจะไม่นำมาใช้กับพันธบัตรเทศบาลเช่นเดียวกัน โดยคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลไม่อาจกำหนดหลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลสำหรับผู้ออกพันธบัตรเทศบาลได้เนื่องจากมีกฎหมายห้าม อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลอย่างพอเพียงในการใช้ตัดสินใจลงทุนคณะกรรมการกำหนดหลักเกณฑ์พันธบัตรเทศบาลและคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดหน้าที่ของนายหน้าผู้ค้าและผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในการแจกจ่าย Official Statement ให้กับผู้ที่สนใจทั่วไป และตรวจสอบความถูกต้องสมบูรณ์เพียงพอของเอกสารที่จะเผยแพร่ให้ผู้ลงทุนได้ทราบด้วย

หากนายหน้าผู้ค้าที่ทำหน้าที่รับประกันการจัดจำหน่ายไม่ได้รับ Official Statement หรือ Official Statement มีข้อความไม่ถูกต้องสมบูรณ์ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญนายหน้าผู้ค้าจะเข้ารับการประกันการจัดจำหน่ายหรือเข้าทำการซื้อหรือขายพันธบัตรเทศบาลไม่ได้

3.8 มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุน

แม้พันธบัตรเทศบาลจะได้รับยกเว้นไม่ต้องอยู่ภายใต้บทบัญญัติว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลแต่ยังคงอยู่ภายใต้บทบัญญัติในเรื่องการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อโกงในการจัดทำ Official Statement หากผู้ออกพันธบัตรละเว้นหรือเปิดเผยข้อมูลอันอาจทำให้สำคัญผิดในข้อเท็จจริงในเอกสารที่แจกจ่ายให้กับผู้ที่สนใจ ผู้ออกพันธบัตรจะมีความผิด³⁷ นอกจากนี้ใน The Securities Act of 1933 ยังได้ห้ามมิให้มีการฉ้อโกงในการเสนอขายพันธบัตรเทศบาล³⁸

³⁷ The Securities Act of 1933 Section 17 (a)

³⁸ The Securities Act of 1933 Section 10b

บทบัญญัติว่าด้วยการกระทำอันเป็นการฉ้อโกงตาม The Securities Act of 1933 นี้กำหนดให้ผู้ที่ได้รับความเสียหายสามารถเรียกร้องค่าเสียหายได้โดยให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตรวจสอบการกระทำที่ความผิดดังกล่าว

นอกจากนี้ นายหน้าผู้ค้าที่ทำธุรกรรมเกี่ยวกับพันธบัตรเทศบาลจะต้องอยู่ภายใต้บทบัญญัติว่าด้วยการกระทำอันเป็นการฉ้อโกงตาม The Securities Act of 1934 ในเรื่องการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยการฉ้อโกงด้วย³⁹

3.9 กรณีศึกษา Orange County ล้มละลาย⁴⁰

Orange County เป็นกรณีศึกษาเหตุการณ์หนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อตลาดพันธบัตรเทศบาลเป็นอย่างมาก เนื่องจากถือเป็นความล้มเหลวของเทศบาลที่ใหญ่ที่สุดในประวัติศาสตร์ของสหรัฐอเมริกา

Orange County ได้ประกาศการขาดทุนเป็นจำนวน 1.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกาจากการลงทุนที่ผิดพลาดใน Investment pool Orange County ถือเป็น County ที่มีประชากรหนาแน่นและค่อนข้างมั่งคั่งแห่งหนึ่งในสหรัฐอเมริกา โดยได้ร่วมลงทุนใน The County Investment Pool Investment pool นี้ เกิดจากการร่วมลงทุนของ 187 Local Government Agencies เป็นเงินถึงกว่า 7.57 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในตอนเริ่มต้นก่อนเกิดวิกฤตการณ์ ภายหลังเหตุการณ์ล้มละลายตัวเลขความเสียหายรวมเท่ากับ 1.69 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นมูลค่าร้อยละ 22 ของเงินทุนเริ่มต้น

³⁹ The Securities Act of 1934 Section 10b, Rule 10(b)5, Rule 15(C)1, Rule 15(C) 2

⁴⁰ วีรยุทธ รัตนพงศ์ภิญโญ, "พันธบัตรเทศบาลและประสบการณ์ในสหรัฐอเมริกา",

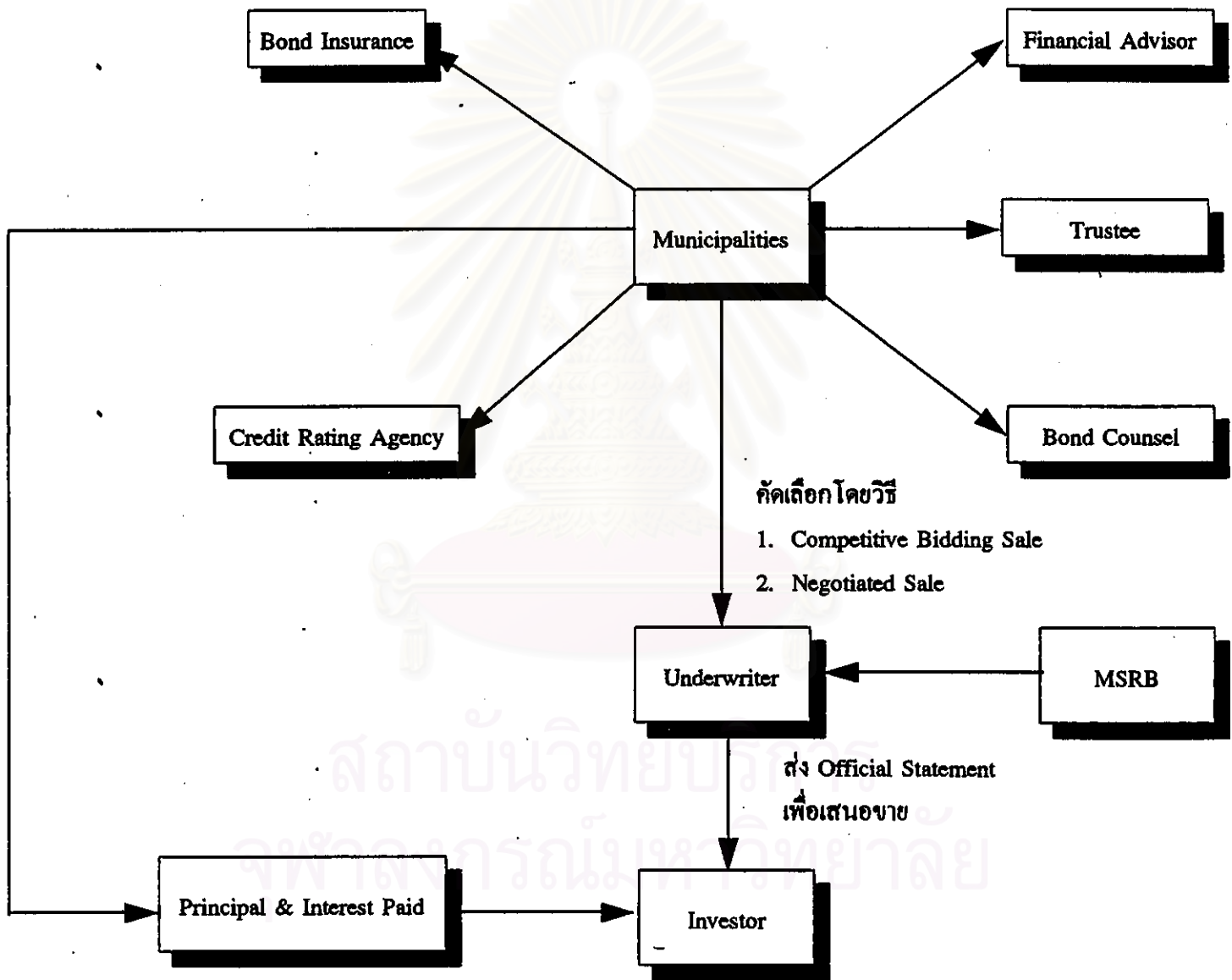
ในอดีตนั้น การลงทุนของ Local Government ถือได้ว่าปราศจากความเสี่ยงโดยเฉพาะเรื่องของ Credit Risk เพราะนโยบายการลงทุนค่อนข้างที่จะเป็นแบบอนุรักษ์ และข้อจำกัดการลงทุนก็มีอยู่เป็นอันมาก นอกจากนี้แล้วการลงทุนที่ถือว่ามีความเสี่ยงสำหรับในอดีตมีเพียงแต่หุ้นและพันธบัตรของเอกชน สำหรับตราสารภาครัฐเป็นหลักทรัพย์สินที่มีความปลอดภัยสูงสุด อย่างไรก็ตามสถานการณ์ได้เริ่มเปลี่ยนแปลงเมื่อตลาดการเงินได้เริ่มนำตราสารลักษณะใหม่ ๆ ซึ่งมีความเสี่ยงสูงและยังไม่มีผู้ใดเข้าใจได้เป็นอย่างดีในขณะนั้นเข้ามาซื้อขายกันในช่วงกลางทศวรรษ 1980 บรรดา Local Government Treasurers ได้ลงทุนในตราสารที่ตราสารอนุพันธ์ เหล่านี้ด้วย (ได้แก่ Notes ประเภทใหม่ ๆ ของ Federal National Mortgage Association และ Federal Home Loan Banks เป็นต้น) และที่สำคัญคือตราสารดังกล่าวออกโดยหน่วยงานของภาครัฐบาล

เมื่อเป็นเช่นนี้ Orange County หรือกองทุน The County Investment Pool จึงต้องเผชิญกับการบริหารความเสี่ยงทั้งด้านอัตราดอกเบี้ยลอยตัว และการกำหนดมูลค่าของตราสารที่มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ในที่สุดเมื่อภาคเคเนตลาดคิดพลาดมากขึ้นทุกขณะ ความเสียหายก็เพิ่มมากขึ้นจนกระทั่ง The County's Lenders เจ้าหนี้เงินกู้ Borrowed Fund 12.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่างพากันตัด Credit Line รวมทั้งยึดหลักประกัน และดำเนินการขายหลักทรัพย์ดังกล่าว เมื่อไม่มีทางเลือกอื่นใด Orange County จึงต้องยอมประกาศล้มละลาย ซึ่งมีหลายฝ่ายวิพากษ์วิจารณ์กันอย่างมากกว่า Orange County ยังไม่ได้ใช้ความพยายามอย่างเต็มที่เพื่อแก้ไขสถานการณ์ผิคนัดที่เกิดขึ้น

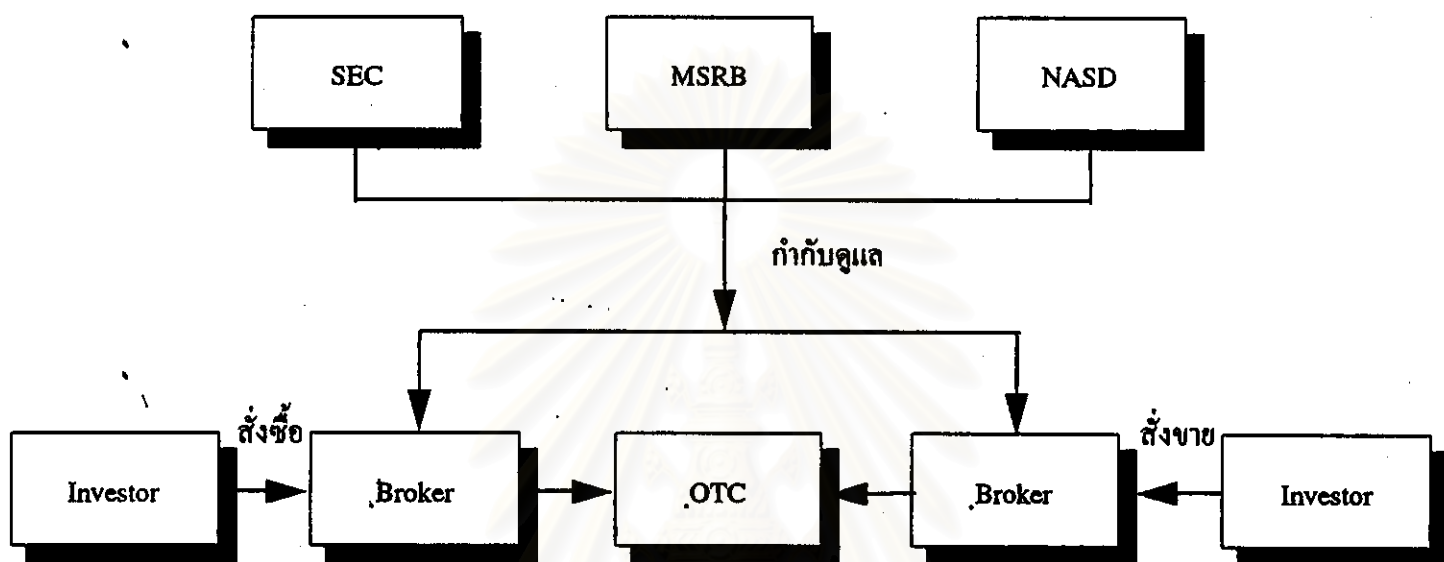
จากกรณีของ Orange County แม้จะไม่ได้มีการพูดถึงแนวทางให้การช่วยเหลือของทางการในระดับรัฐบาลกลางอย่างชัดเจน แต่ก็เป็นที่เข้าใจกันว่ายังคงใช้มาตรการและองค์กรเท่าที่มีอยู่ให้การช่วยเหลือ อย่างไรก็ตาม สภาพของปัญหาผิคนัดที่เกิดขึ้นแสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงจากการลงทุนในพันธบัตรเทศบาลเป็นเรื่องที่มีโอกาสเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา และควรจะมีการดำเนินการเพื่อค้ำประกันความเสี่ยงเหล่านั้น อย่างน้อยก็เพื่อลดระดับความรุนแรงของปัญหา ก่อนที่จะมีมาตรการช่วยเหลืออย่างเป็นทางการที่ชัดเจนแน่นอนตามมา

กระบวนการในการออกและเสนอขายพันธบัตรเทศบาลในประเทศสหรัฐอเมริกา

ตลาดแรก



ตลาดรอง



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย