บทที่ 2

บททั่วไป

ในบทนี้เป็นบทที่ว่าด้วยเรื่องทั่ว ๆ ไป ซึ่งเกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ โดยผู้เขียนได้ทำการวิเคราะห์ถึงความหมายของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ และแยกแยะให้เห็นว่ารูปแบบของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นได้แก่รูปแบบใดบ้าง ต่อจากนั้นจึงได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ถึงที่มาและเหตุผลของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ เพื่อให้ทราบว่ามีเหตุผลความจำเป็นประการใดที่จะต้องมีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ ยิ่งไปกว่านั้นผู้เขียนยังได้ศึกษาวิเคราะห์ลึกลงไปถึงหลักการและแนวคิดพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติด้วยว่ามีหลักการหรือแนวความคิดใดที่สนับสนุนอยู่เบื้องหลังหรือไม่อย่างไร และเพื่อให้เห็นภาพในลักษณะกว้าง ๆ ของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติว่าผู้ที่มีบทบาทหรือมีส่วนสำคัญที่จะเข้ามาแก้ไขอุปสรรคข้อขัดข้องอันเกิดจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นได้แก่ใครบ้าง และมีวิธีการแก้ไขปัญหาข้อขัดข้องเหล่านั้นอย่างไรบ้าง ผู้เขียนจึงได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ถึงองค์กรที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติอันประกอบไปด้วยองค์กรภายในประเทศและองค์กรระหว่างประเทศ จากนั้นจึงได้ศึกษาถึงพัฒนาการของการแก้ไขปัญหาที่เกิดจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติเป็นประเด็นสุดท้าย ซึ่งจะทำให้ทราบถึงสาเหตุของการเกิดปัญหาตลอดจนความพยายามขององค์กรที่เกี่ยวข้องในการแก้ไขปัญหาร่วมกัน ทั้งนี้ จะนำไปสู่รูปแบบและแนวทางของหลักเกณฑ์ที่เหมาะสมต่อไป

2.1 ความหมายของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

การจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ (cross border listing) หมายถึง การที่หลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอีกประเทศหนึ่ง เพื่อให้

ผู้ลงทุนในประเทศนั้นมีทางเลือกที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศตนเองหรือที่มาจดทะเบียนจากต่างประเทศ[1]

ตัวอย่างเช่น บริษัท A เป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ยื่นคำขอต่อตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ เพื่อที่จะนำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนและทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว

ปัจจุบันการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติได้เกิดขึ้นในหลายประเทศ เช่น บริษัทที่จัดตั้งตามกฎหมายของประเทศแคนาดา นำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา* (America Stock Exchange หรือ AMEX) สำหรับประเทศไทยก็ได้มีบริษัทโทเทิ่ล แอ็คเซส คอมมิวนิเคชั่น (TAC) ซึ่งเป็นบริษัทที่จัดตั้งตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ดังนั้น ถ้าพิจารณาในทางกลับกัน หากบริษัทที่จัดตั้งตามกฎหมายของประเทศแคนาดาหรือประเทศสิงคโปร์ นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ถือได้ว่าเป็นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติด้วยเช่นกัน

นอกจากคำว่า "cross border listing" ที่มีความหมายตามที่กล่าวแล้ว ยังคงมีอีกคำหนึ่งที่มีความหมายใกล้เคียงกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นก็คือคำว่า "dual listing" ซึ่งหมายความว่า การที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งนำหลักทรัพย์ของบริษัทของตนจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งตลาดหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น บริษัท A เป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและมีหลักทรัพย์ของตนจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ค และต่อมาบริษัท A ได้นำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย การจดทะเบียนหลักทรัพย์ดังกล่าวถือได้ว่าเป็นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ แบบ dual

---

[1] ฝ่ายวิจัยและพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, "Cross Listing ในตลาดทุนไทย," กรกฎาคม 2537. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

* คดี Schoebaum V. Firstbrook.

listing การจดทะเบียนหลักทรัพย์แบบ dual listing นี้ บริษัทสามารถกระทำได้ในตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศตนเอง ทั้งนี้ โดยการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนหรือทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศตนเองมากกว่าหนึ่งตลาดหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่บริษัท A เป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและมีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์คและตลาดหลักทรัพย์อเมริกา อย่างไรก็ดี การจดทะเบียนในลักษณะดังกล่าวเป็นการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งที่ตั้งอยู่ภายในประเทศเดียวกัน ผู้เขียนจึงเห็นว่าในกรณีดังกล่าวไม่อาจถือได้ว่าเป็นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติแต่อย่างใด

ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากความหมายทั่ว ๆ ไป และลักษณะของการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จากตัวอย่างข้างต้นแล้ว จึงอาจสรุปได้ว่าการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นหมายถึง การที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งที่จดทะเบียนจัดตั้งตามกฎหมายของประเทศใดประเทศหนึ่งนำหลักทรัพย์ของตนไปจดทะเบียนไว้ ณ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่มิใช่ประเทศเดียวกับบริษัทที่ได้จดทะเบียนจัดตั้งขึ้น

2.2 รูปแบบของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

รูปแบบของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ สามารถแบ่งออกเป็น 2 รูปแบบดังต่อไปนี้

1) <u>การจดทะเบียนหลักทรัพย์ครั้งแรก</u> (primary listing)

หมายถึง การที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งนำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นโดยที่หลักทรัพย์ของตนยังไม่ผ่านการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตนหรือประเทศอื่นมาก่อน[2]

---

[2] Listing Manual of The Stock Exchange of Singapore, ข้อ 1401 (3)

ตัวอย่างเช่น บริษัท A ซึ่งเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และยังไม่เคยยื่นขอจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งใดมาก่อน หากบริษัท A ได้นำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อนุมัติการขอจดทะเบียนหลักทรัพย์นั้นแล้วก็ถือว่าการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ครั้งแรก

2) <u>การจดทะเบียนหลักทรัพย์ครั้งที่สอง</u> (secondary listing)

หมายถึง การที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งนำหลักทรัพย์ของตนเข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่น โดยที่หลักทรัพย์ของตนได้ผ่านการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตนหรือประเทศอื่นมาก่อนหน้าแล้ว[3]

ตัวอย่างเช่น บริษัท A ซึ่งเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และได้รับอนุมัติให้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาแล้ว หากบริษัท A ได้นำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อนุมัติการขอจดทะเบียนหลักทรัพย์นั้นแล้วก็ถือว่าการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ครั้งที่สอง

2.3 ที่มาและเหตุผลของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

2.3.1 <u>ที่มาของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ</u>

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อที่ 2.1 ว่า การจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้น หมายถึง การที่หลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอีก

---

[3] Listing Manual of The Stock Exchange of Singapore ข้อ 1401 (2) และ Appendix 1f

ประเทศหนึ่ง ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติได้นั้นปัจจัยหนึ่งก็คือตลาดหลักทรัพย์จะต้องมีความเป็นระหว่างประเทศด้วยนั่นเอง

ในปัจจุบันพบว่ามีปัจจัยที่ทำให้เกิดความเป็นระหว่างประเทศของตลาดหลักทรัพย์[4] หลายประการ อันได้แก่

1. ความเชื่อมโยงระหว่างตลาดเงินและตลาดทุนมีมากขึ้น กล่าวคือ การเชื่อมโยงดังกล่าวในตลาดภายในประเทศเป็นปัจจัยที่ส่งเสริมให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาในประเทศมากขึ้น

2. การเริ่มผ่อนคลายกฎเกณฑ์ของประเทศต่าง ๆ เช่น การผ่อนคลายกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุน

3. การเกิดตราสารใหม่ในตลาดทางการเงิน เช่น เครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ เทคนิคการซื้อขายใหม่ และตลาดหลักทรัพย์ใหม่ โดยขนาดของตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้น

4. การพัฒนาเทคโนโลยีในการติดต่อสื่อสารทำให้ระบบข้อมูลข่าวสารสามารถติดต่อถึงกันได้ทั่วโลก

เมื่อพิจารณาแล้วจะเห็นได้ว่าจากปัจจัย 4 ประการ ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นนั้นเองที่เป็นที่มาของการเกิดการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ

สำหรับประเทศไทยก็เช่นเดียวกัน รัฐบาลได้ตระหนักและให้ความสำคัญเพื่อที่จะพัฒนาองค์กรให้ก้าวสู่ความเป็นสากล และเพื่อสนองนโยบายของรัฐบาลที่ต้องการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นตลาดที่สำคัญแห่งหนึ่งในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ตามแผนงานการปรับปรุงระบบการเงิน 3 ปี ระยะที่สอง (พ.ศ. 2536 - 2538) ซึ่ง

---

[4] D.E. Ayling, The International of stockmarket (U.K. : Gower Publishing Co.,Ltd.), pp. 10-11.

เป็นแผนงานใหม่ที่ครอบคลุมด้านการส่งเสริมศักยภาพทางการเงินในระยะยาว[5] นอกจากนั้น เพื่อพัฒนาให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินและตลาดทุน จึงสนับสนุนให้มีการผ่อนคลายปริวรรตเงินตราด้านการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นกิจการของคนไทยหรือคนไทยร่วมทุนและเสนอขายในต่างประเทศหรือบริษัทหลักทรัพย์ของต่างประเทศ รวมทั้งการให้บริษัทต่างประเทศที่เป็นกิจการของคนไทยหรือคนไทยร่วมทุนและเป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยเข้ามาเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย[6] โดยการพัฒนาสู่ความเป็นสากลของตลาดหลักทรัพย์ของไทยเป็นส่วนหนึ่งที่แสดงให้เห็นถึงความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงกำหนดให้มีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติขึ้นเพื่อสนับสนุนให้เป็นไปตามแผนพัฒนาสมรรถนะทางเศรษฐกิจของประเทศไทย

ปัจจุบันการลงทุนในหลักทรัพย์ข้ามชาติมีแนวโน้มสูงขึ้นตามลำดับ โดยนักลงทุนจะพิจารณาถึงสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุน กล่าวคือเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงและให้ผลตอบแทนในอัตราที่ค่อนข้างสูงด้วย ทั้งนี้ นักลงทุนได้ให้ความสนใจที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่กำลังพัฒนา (emerging market) มากขึ้น อย่างไรก็ตาม ในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงเนื่องจากการลงทุน แม้จะได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแต่ก็มีความเสี่ยงในอัตราที่เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน[7] ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

---

[5] ธาริษา วัฒนเกส, "การปฏิรูปทางการเงิน : วิเคราะห์ประสบการณ์ของไทย," (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่) อ้างถึงในกัลยา พรเพิ่มพูน, "ผลกระทบของข้อตกลงทั่วไปว่าด้วยการค้าบริการ (GATS) ในการเจรจารอบอุรุกวัยต่อกฎหมายเกี่ยวกับธุรกิจการธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย" (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538), หน้า 15.

[6] สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, "ร่างแผนพัฒนาสมรรถนะทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 8 (2540-2544)", ธันวาคม 2538.

[7] "Strategies of international operation : Cross-borders activities by securities firms and banks," Paper presented at the 19th annual conference of the International Organization of Securities Commission, Tokyo, Japan, 21 October 1994.

ประเทศไทยจึงถือได้ว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ใหม่ที่ผู้ลงทุนสนใจที่จะลงทุนด้วยเช่นกัน ในฐานะที่เป็นตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่กำลังพัฒนาประเทศหนึ่ง

อย่างไรก็ดีมีข้อสังเกตคือปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนต่างประเทศจะพิจารณาเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่กำลังพัฒนา ได้แก่ การกำกับควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเหล่านั้น โดยพิจารณาจากเหตุผลของการบัญญัติกฎหมาย การกำหนดกฎเกณฑ์ข้อบังคับ ตลอดจนประสิทธิภาพและความเข้มงวดในการบังคับ (enforce) ทั้งในส่วนของการกำกับโดยตรงจากรัฐและองค์กรกำกับดูแลตนเอง (self-regulatory organization)[8]

ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศใด ๆ ก็ตาม หากมีการกำกับควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์ โดยกำหนดกฎเกณฑ์ข้อบังคับที่มีประสิทธิภาพก็ย่อมสามารถโน้มน้าวใจให้บริษัทต่างประเทศเข้ามาระดมทุนเป็นจำนวนมาก อันจะส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์นั้น ๆ เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ดี กล่าวคือเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีปริมาณของบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนมากทำให้มีปริมาณการซื้อขายที่ต่อเนื่อง (continuity) และมีสภาพคล่อง (liquidity)

ดังนั้น ในสภาพการณ์ปัจจุบันที่มีปัจจัยหลายประการที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นระหว่างประเทศมากขึ้นหากตลาดหลักทรัพย์ของประเทศใดสามารถกำหนดกลไกหรือมาตรการในการควบคุมดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง ตลาดหลักทรัพย์นั้นก็จะมีบริษัทต่างประเทศนิยมเข้ามาจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติเป็นจำนวนมาก มาตรการควบคุมที่มีประสิทธิภาพดังกล่าวได้แก่ การควบคุมราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ให้มีการเคลื่อนไหวขึ้นลงโดยอาศัยปัจจัยที่เกี่ยวพันโดยตรงกับหลักทรัพย์นั้นมิใช่เกิดขึ้นจากการกระทำของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใด ๆ ซึ่งในแง่นี้จะทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ดำเนินไปอย่างยุติธรรม (fairness) เป็นไปตามอุปสงค์ (demand) และอุปทาน (supply) อย่างแท้จริง นอกจากนั้นมาตรการอื่น ๆ ที่จะช่วยสนับสนุนให้เกิดการจดทะเบียน

---

[8] สำนักงานวิจัยและพัฒนาตลาดทุน สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต., "แนวความคิดการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เชิงปฏิบัติในประเทศกำลังพัฒนา," วารสารหุ้น 9 (กุมภาพันธ์ 2537) : 11.

หลักทรัพย์ข้ามชาติจากบริษัทต่างประเทศมากขึ้น ก็คือ การพยายามทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความเป็นระเบียบ (orderliness) ในที่นี้หมายถึง การมีระบบในการซื้อขายที่สามารถทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอยู่ในระดับที่สูงอย่างต่อเนื่องโดยไม่มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างชัดเจนอันเนื่องมาจากการตื่นตระหนกจากเหตุการณ์ต่าง ๆ หรือการเก็งกำไรเกินสมควร

2.3.2 เหตุผลของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

โดยที่ในปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีเพิ่มมากขึ้นเป็นลำดับ เนื่องจากนักลงทุนเกิดความมั่นใจต่อการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่นำไปสู่การขยายการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศไปยังตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ การดำเนินการดังกล่าวส่งผลให้บริษัทสามารถขยายฐานผู้ลงทุนจากประเทศหนึ่งไปสู่อีกประเทศหนึ่ง[9] หากพิจารณาทางด้านของผู้ลงทุน วิถีทางเลือกในการลงทุนแบบข้ามชาติของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ เป็นไปอย่างกว้างขวาง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการซื้อขายหลักทรัพย์สามารถเกิดขึ้นได้ตลอดเวลาในหลาย ๆ ตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศหนึ่งปิดทำการแต่ในขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์ของอีกประเทศหนึ่งได้เปิดทำการ เนื่องจากช่วงเวลา (time zone) ของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน จึงสามารถทำให้หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนอยู่ในหลาย ๆ ตลาดหลักทรัพย์สามารถทำการซื้อขายได้ตลอด 24 ชั่วโมง[10] อย่างไรก็ตาม เทคโนโลยีทางการสื่อสารโทรคมนาคมทำให้ตลาดหลักทรัพย์ในบางประเทศสามารถเชื่อมถึงกัน จึงทำให้เกิดความเป็นระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วในระบบเศรษฐกิจของโลกที่เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์โดยอาศัยปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลให้

---

[9] Simon Thomas and Simon Murray, Global securities services (England : IFR Publishing Co.,Ltd.), p. 31.

[10] Thomas, "Extraterritoriality in the era of internationalization of the securities markets : The need to revisit domestic policies," Rutgers Law Review (1983) : 35.

กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปสู่กฎเกณฑ์ใหม่[11] แตกต่างจากอดีตซึ่งหลักเกณฑ์ทางกฎหมายเกือบทั้งหมดบัญญัติขึ้นโดยอาศัยปัจจัยภายใน (domestic matters)[12] เท่านั้น

ในการพิจารณาถึงเหตุผลของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ โดยแยกพิจารณาจากเหตุผลของกลุ่มบุคคลที่เป็นบริษัทจดทะเบียน และกลุ่มที่เป็นนักลงทุนว่ามีเหตุผลอย่างไรในการช่วยทำให้เกิดการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติขึ้นมา อาจแยกพิจารณาได้ดังนี้

ในสายตาของกลุ่มบุคคลที่เป็นบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการระดมทุนโดยการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้น บุคคลกลุ่มนี้ก็จะมองถึงประโยชน์ที่จะได้รับจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติอันได้แก่

1. ทำให้บริษัทมีความคล่องตัวในการระดมทุนในตลาดใหม่ ๆ

ในกรณีที่ธุรกิจเอกชนมีความต้องการในการใช้เงินทุนเพื่อขยายฐานการผลิต วิธีหนึ่งที่ธุรกิจเอกชนดังกล่าวกระทำได้คือแสวงหาเงินทุนโดยการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ โดยการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศตนเองหรือต่างประเทศ ซึ่งจะทำให้บริษัทเกิดความคล่องตัวในการระดมทุนมากยิ่งขึ้น

2. ส่งเสริมสถานภาพของบริษัท

การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนทั่วไปมีความเชื่อมั่นในความแข็งแกร่งของบริษัท ดังนั้น ในการเพิ่มทุนของบริษัทในแต่ละครั้งก็จะมีผู้ต้องการหุ้นของบริษัทนั้น ๆ เป็นจำนวนมากขึ้นเป็นลำดับ มีผลให้บริษัทสามารถระดมทุนได้เป็นจำนวนมาก ซึ่งก็เป็นปัจจัยที่จะสร้างสถานภาพและศักยภาพให้บริษัทได้ต่อไป

---

[11] "The role of the regulator in today's market," Captial Asia 5 No. 6 (July 1994) : 4.

[12] Walter Werner, The United states transnational business and the law (U.S.A. : Oceana Publication Inc., 1987), p. 48.

3. เพื่อสร้างภาพลักษณ์ให้มีความเป็นสากล

การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นอกจากจะเป็นที่รู้จักในสายตาของบุคคลทั่วไปแล้ว หากบริษัทมีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนข้ามชาติด้วย จะทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักกว้างขวางยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นการเสริมสร้างภาพลักษณ์ของบริษัทให้มีความเป็นสากลยิ่งขึ้น

4. สามารถขยายตลาดสินค้าของบริษัทให้กว้างขึ้น

โดยที่ผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์นั้นได้จดทะเบียนมากกว่าหนึ่งแห่งได้ เช่น หลักทรัพย์ของบริษัท ก. เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ หากนาย ก. นักลงทุนชาวสิงคโปร์ต้องการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท ก. ก็สามารถสั่งซื้อหลักทรัพย์โดยผ่านนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ได้ แทนที่จะต้องติดต่อผ่านนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในประเทศไทย ดังนั้น ผู้ลงทุนในต่างประเทศจะได้รับความสะดวกรวดเร็วและบริษัทก็สามารถขยายตลาดสินค้าได้กว้างขึ้นด้วย

ในขณะที่กลุ่มบุคคลที่เป็นนักลงทุนนั้นพบว่าเหตุผลที่ทำให้เกิดการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นมีที่มาจากพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนด้วยส่วนหนึ่ง กล่าวคือ พบว่ามีผู้ลงทุนที่สนใจในการลงทุนในหลักทรัพย์และถือหุ้นในหลักทรัพย์ต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น[13] เนื่องจากเห็นว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศนั้นเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่อาจจะทำให้ได้รับผลประโยชน์ตอบแทนมากกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ในประเทศใดประเทศหนึ่งเท่านั้น จึงมีส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เกิดการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติมากขึ้น

นอกจากนั้น ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติยังมีสาเหตุมาจากแนวคิดทั่วไปเกี่ยวกับการระดมทุนประกอบกับแนวโน้มในการแปรสภาพรัฐวิสาหกิจให้เป็นบริษัทเอกชนมากขึ้นด้วย กล่าวคือ เมื่อมีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้เป็นเอกชนแล้วก็จะ

---

[13] Sara Hanks and Srinandan Kasi, The Practitioner's guide to the listing rules of the New York Stock Exchange. (Hong Kong : ISI publications, 1998), p. 37.

ต้อง เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไป แล้วจึงนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์[14]

ตัวอย่างของตลาดหลักทรัพย์ที่มีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติเป็นจำนวนมากได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ค ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นองค์กรที่สำคัญในการรองรับบริษัทต่างประเทศที่จะขยายฐานของผู้ลงทุนและแหล่งระดมทุนในต่างประเทศ ในช่วงปลาย พ.ศ. 2539 ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์คมีบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศ 280 บริษัท จาก 40 ประเทศ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ค (New York Stock Exchange หรือ NYSE) มีอัตราเติบโตมากกว่าหลักทรัพย์ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา[15]

2.4 แนวความคิดและหลักการที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

ในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นมีแนวคิดและหลักการพื้นฐานที่สำคัญสนับสนุน ซึ่งแนวคิดและหลักการดังกล่าวเกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและเกี่ยวข้องกับการคุ้มครองนักลงทุนในตลาดทุน ทั้งนี้ เพื่อก่อให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างยุติธรรม และเป็นไปตามอุปสงค์อุปทานอย่างแท้จริง นอกจากนั้นยังเกี่ยวโยงไปถึงทฤษฎีพื้นฐานของกฎหมายระหว่างประเทศ ซึ่งผู้เขียนจะได้กล่าวถึงต่อไป

แนวคิดและหลักการพื้นฐานที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้นได้แก่

2.4.1) <u>แนวความคิดในการเคลื่อนย้ายเงินทุน</u>

ก) สาระสำคัญของแนวความคิดในการเคลื่อนย้ายเงินทุน

ในปี ค.ศ. 1987 ได้มีแนวคิดในเรื่องการเปิดเสรีทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งแนวความคิดเรื่องการเปิดให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี ทั้งนี้ การเคลื่อน

---

[14] Ibid., p. 35.

[15] Ibid., p. 36.

ย้ายเงินทุนดังกล่าวต้องตั้งอยู่บนพื้นฐานของทฤษฎีการค้าเสรี[16] ซึ่งทฤษฎีดังกล่าว อาดัม สมิธ (Adam Smith) นักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียง กล่าวว่า ประเทศจะได้รับประโยชน์จากการค้ามากถ้าหากประเทศมีการค้าเสรี นั่นก็คือปล่อยให้เอกชนดำเนินการค้าโดยที่รัฐเข้ามาแทรกแซงหรือควบคุมน้อยที่สุด[17]

แนวความคิดในเรื่องการค้าเสรีดังกล่าวก็ได้รับการยอมรับในระดับภูมิภาค กล่าวคือ ประเทศในกลุ่มภูมิภาคยุโรป ได้ตกลงทำข้อตกลงว่าด้วยการจัดตั้งตลาดร่วมยุโรป (european economic community) โดยบัญญัติให้มีการยกเลิกข้อจำกัดการไหลของเงินทุนโดยปราศจากเงื่อนไขในเรื่องดังต่อไปนี้ ข้อจำกัดการลงทุนทางตรง การเคลื่อนย้ายเงินทุนส่วนบุคคล และการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้น และระยะกลาง[18]

ข) ความเกี่ยวพันของการเคลื่อนย้ายเงินทุนกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

นอกจากการเปิดประเทศทางด้านการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศแล้ว การเปิดประเทศทางด้านการเงินก็มีส่วนสำคัญในการส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันของประเทศเช่นเดียวกัน ทั้งนี้โดยการกำหนดให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศโดยเสรีจะแสดงถึงระดับของการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจของประเทศ กล่าวคือการกำหนดเสรีภาพด้านการปริวรรตเงินตราระหว่างประเทศ และการเปิดของตลาดทุนซึ่งมีส่วน

---

[16] Thomas J. Cunningham, "A liberal discussion of financial liberalization," in The International Financial Reader, ed. Robert W. Kolb (Florida, Kolb Publishing, 1993), p. 41.

[17] กาญจนา สงวนวงศ์วาน, เศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศ, หน้า 4.

[18] สมนึก แตงเจริญ, ทฤษฎีว่าด้วยการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจ, พิมพ์ครั้งที่ 1 (กรุงเทพมหานคร : โครงการส่งเสริมเอกสารวิชาการ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2537). หน้า 74.

สำคัญที่จะทำให้การระดมทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจของแต่ละประเทศ[19]

ในส่วนของตลาดเงินและตลาดทุนซึ่งในปัจจุบันประเทศต่าง ๆ มีการพัฒนามากขึ้นโดยเปิดโอกาสให้ตลาดของประเทศเหล่านั้นดำเนินกิจการในตลาดต่างประเทศมากขึ้น ทั้งนี้ หากพิจารณาในส่วนของตลาดทุน ผู้ลงทุนที่ลงทุนในตลาดทุนภายในประเทศและต่างประเทศจะอาศัยโอกาสทางการเงินภายในประเทศและความเป็นไปได้ในระหว่างประเทศ โดยที่การเคลื่อนย้ายเงินทุนในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมามีลักษณะการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วไปยังตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่กำลังพัฒนา (emerging market) เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราที่สูงขึ้น สถาบันการเงินแห่งชาติของประเทศต่าง ๆ จึงค่อย ๆ ตระหนักถึงความเป็นอิสระของการเคลื่อนย้ายของเงินทุน การค้าและการลงทุนภายในประเทศและต่างประเทศภายใต้ระบบเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ และเริ่มที่จะสนับสนุนการไหลเวียนของเงินทุนจากต่างประเทศสู่ประเทศตน[20] ดังเช่น ประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศญี่ปุ่นหรือสหรัฐอเมริกาที่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนเลือกที่จะลงทุนในตลาดโลก ในขณะที่ผู้ลงทุนในประเทศดังกล่าวมีโอกาสเลือกลงทุนในตลาดภายในประเทศตนอยู่แล้ว[21] มีแนวคิดที่ว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศใดมีระดับการพัฒนาที่สูงจะสะท้อนให้เห็นถึงขีดความสามารถที่สูงตามไปด้วย ทั้งนี้ ปัจจัยที่สำคัญสิ่งหนึ่งก็คือขนาดของตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่แสดงให้เห็นถึงความสามารถใน

---

[19] โสตถิพร มัลลิกะมาส, "ปัจจัยด้านเศรษฐกิจมหภาคที่มีความสำคัญต่อความสามารถในการแข่งขันของไทย," ใน การวิเคราะห์สถานภาพความสามารถในการแข่งขันของไทยในเศรษฐกิจโลก. จารุมา อัชกุล, (บรรณาธิการ) (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2541), หน้า 76-78.

[20] "International institutional fund management the development of cross border business," public documents of the 17th annual conference of IOSCO, London, U.K. 25-29 October 1992.

[21] D.E. Ayling, The internationalization of stockmarkets (England ; Gower Publishing Co.,Ltd.), pp. 2-3.

การเคลื่อนย้ายเงินทุนและการกระจายความเสี่ยงได้ดี ปัจจัยที่ใช้พิจารณาถึงขนาดของตลาดหลักทรัพย์ได้ดี ก็คือ จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์[22]

ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า ขนาดของตลาดหลักทรัพย์มีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะทำให้สามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ดี และยังเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงระดับความเจริญทางเศรษฐกิจของประเทศได้อีกประการหนึ่ง

อย่างไรก็ดี การที่ตลาดหลักทรัพย์จะมีขนาดใหญ่และกลายเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ดีตามที่กล่าวข้างต้นได้นั้นจะต้องปรากฏว่ามีจำนวนของบริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก ซึ่งแนวทางหรือวิธีที่จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีการขยายตัวได้ประการหนึ่งก็คือ การอนุญาตให้มีการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติได้นั่นเอง

ในการนี้เพื่อให้เห็นภาพความสัมพันธ์ระหว่างการเคลื่อนย้ายเงินทุนกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติที่ชัดเจนขึ้น ผู้เขียนจึงขอยกตัวอย่างแผนภาพและคำอธิบายประกอบในกรณีที่มีการระดมทุนผ่านตลาดทุนในประเทศไทยซึ่งมีบริษัทต่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องทั้งในส่วนของตลาดแรกและตลาดรอง

---

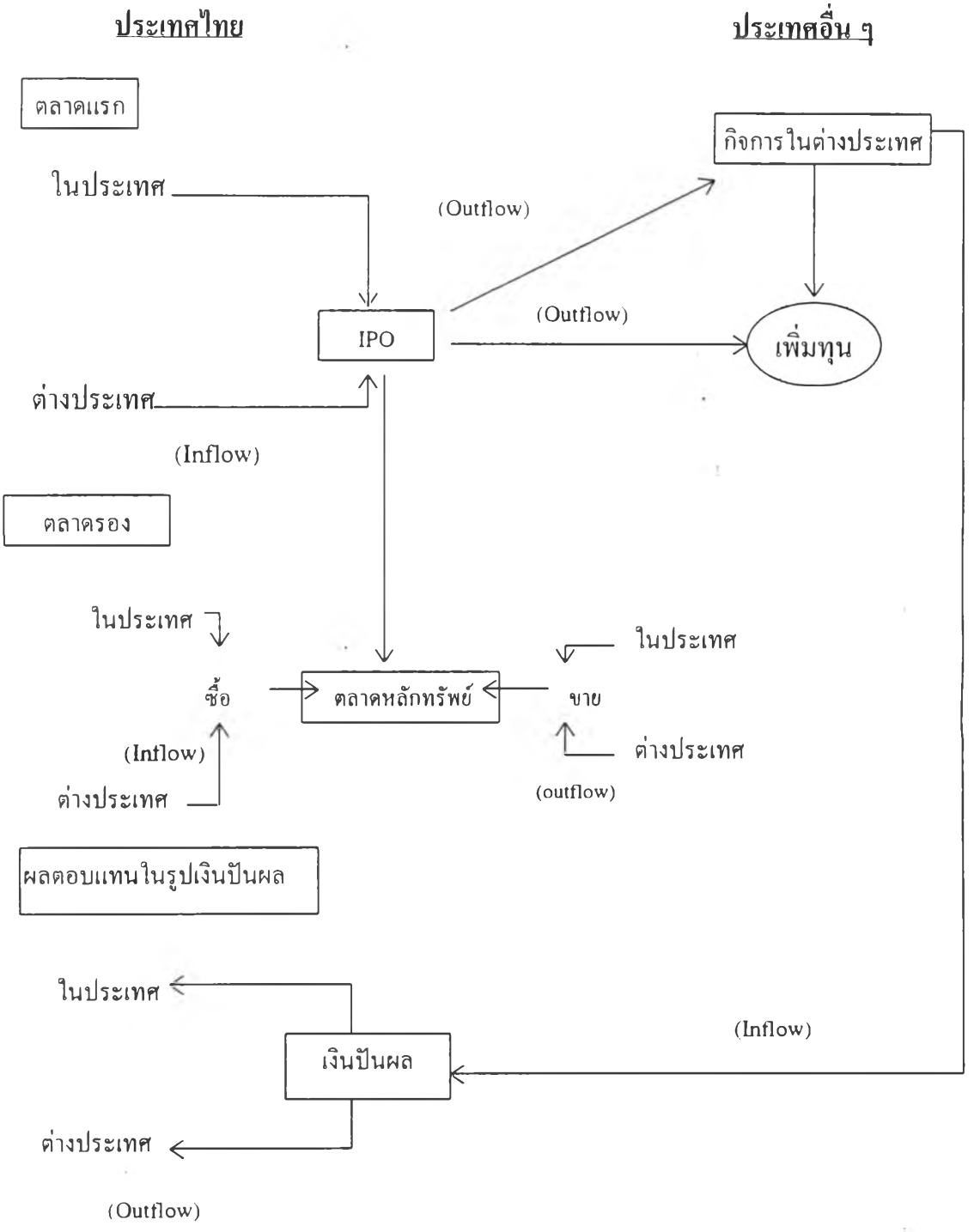
[22] สันติ ถิรพัฒน์, "ตลาดการเงินและความสามารถในการแข่งขันของไทย," ใน การวิเคราะห์สถานภาพความสามารถในการแข่งขันของไทยในเศรษฐกิจโลก. จารุมา อัชกุล, (บรรณาธิการ) (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2541), หน้า 76-78..

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 1

แผนภาพแสดงลักษณะการระดมเงินทุนผ่านตลาดทุนในประเทศไทย

โดยกิจการในต่างประเทศ



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดแรก

เมื่อกิจการในต่างประเทศเข้ามาทำการระดมเงินทุนผ่านตลาดทุนในประเทศไทยโดยผ่านตลาดแรก โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering หรือ IPO) เมื่อการทำ IPO เสร็จเรียบร้อยแล้ว กิจการดังกล่าวจะนำเงินที่ระดมได้จากประเทศไทยออกไปยังประเทศที่กิจการนั้นตั้งอยู่ ในชั้นนี้ย่อมจะมีเงินทุนไหลออกนอกประเทศ กล่าวคือ เกิดกระแสเงินไหลออก (outflow) จากประเทศไทยไปสู่ประเทศนั้น ๆ แต่ขณะเดียวกันผู้ลงทุนในตลาดแรกซึ่งประกอบไปด้วยผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ หากผู้ลงทุนมีถิ่นฐานอยู่ในประเทศไทย เมื่อได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลจากกิจการในต่างประเทศก็จะเกิดกระแสเงินไหลเข้า (inflow) จากประเทศดังกล่าวสู่ประเทศไทย หากผู้ลงทุนเป็นชาวต่างประเทศ เงินลงทุนดังกล่าวนั้นก็เป็นเพียงไหลผ่านเข้ามายังประเทศไทยเพื่อที่จะถูกนำส่งต่อไปยังประเทศนั้น ในระยะต่อมา หากกิจการดังกล่าวมีนโยบายในการเพิ่มทุนเพื่อใช้ในการขยายธุรกิจ ผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศก็จะได้รับผลตอบแทนในรูปของสิทธิในการจองหุ้นเพิ่มทุน และมีผลให้เกิดกระแสเงินไหลออก เช่นเดียวกับผลที่ได้กล่าวมาข้างต้น

ตลาดรอง

จากกระบวนการระดมทุนโดยผ่านตลาดแรกที่ได้กล่าวมาแล้ว หากกิจการดังกล่าวนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลักทรัพย์เหล่านั้นก็สามารถที่จะนำมาซื้อขาย หรือเปลี่ยนมือกันได้ในตลาดรอง โดยผู้ลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ย่อมต้องการผลตอบแทนอันประกอบด้วยเงินปันผล (dividend) ส่วนต่างของมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด* และสิทธิในการจองหุ้นเพิ่มทุน ในการนี้ผู้ลงทุนดังกล่าวจะประกอบไปด้วยผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ในกรณีผู้ลงทุนในประเทศ

---

* ราคาตลาด คือ ราคาหุ้นที่ได้มีการซื้อขายกันจริงในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามความต้องการซื้อและความต้องการขายของผู้ลงทุน ซึ่งความต้องการซื้อหรือขายขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง เช่น ผลการดำเนินงานของบริษัท อัตราการจ่ายเงินปันผล ความนิยมของผู้ลงทุนทั่วไป หรือสภาพของตลาดในวันนั้น ๆ

ไทยเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะไม่มีผลโดยตรงต่อกระแสเงินไหลเข้า และกระแสเงินไหลออกของประเทศแต่อย่างใด ในกรณีที่ผู้ลงทุนต่างประเทศเข้ามาซื้อหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็จะส่งผลให้เงินตราจากประเทศนั้นไหลเข้ามาในประเทศไทย ในทางตรงข้าม หากผู้ลงทุนที่เป็นชาวต่างประเทศได้ขายหลักทรัพย์แล้วส่งเงินกลับประเทศ ก็ย่อมจะทำให้เงินตราไหลออกจากประเทศไทยไปสู่ประเทศนั้น ๆ

เมื่อพิจารณาถึงผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล เมื่อกิจการในต่างประเทศได้ประกอบกิจการในระยะหนึ่งจนเกิดผลกำไรแล้วก็จะส่งเงินปันผลมายังประเทศไทย ทำให้เกิดกระแสเงินไหลจากต่างประเทศเข้ามาสู่ประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นประกอบไปด้วยผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ในส่วนของผู้ถือหุ้นในประเทศไทยจะเกิดกระแสเงินไหลเข้าเพียงอย่างเดียว และในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเป็นชาวต่างประเทศ ผู้ลงทุนเหล่านั้นก็จะส่งผลตอบแทนจากการลงทุนนั้นกลับไปยังประเทศของตนต่อไป ดังนั้น เงินตราจะไหลออกนอกประเทศ หรือเกิดกระแสเงินไหลออกจากประเทศไทยไปสู่ประเทศของผู้ลงทุนนั้น ๆ ปรากฏตามแผนภาพที่ 1 ข้างต้น

ค) บทบาทของกฎหมายภายในที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินทุน

การเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้นมีความเกี่ยวพันโดยตรงกับขนาดของตลาดหลักทรัพย์และการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ การควบคุมทางด้านเงินตราของประเทศใดประเทศหนึ่งนั้นย่อมถือได้ว่าเป็นการกำหนดเงื่อนไขที่มีผลกระทบโดยตรงต่อธรรมชาติของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศด้วยเช่นกัน ซึ่งการควบคุมทางด้านเงินตราของประเทศใดประเทศหนึ่งนั้นสามารถกระทำได้โดยการออกกฎหมายภายในของรัฐนั้นขึ้นมาควบคุม

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจะสามารถกระทำได้อย่างเสรีมากน้อยเพียงใดนั้น ขึ้นอยู่กับการออกกฎหมายภายในของรัฐขึ้นมาควบคุมว่าจะเปิดโอกาสให้มีการนำเงินออกนอกประเทศได้มากน้อยแค่ไหนเพียงใดนั่นเอง

2.4.2) หลักความเป็นธรรม (fairness doctrine) และหลักการเปิดเผยข้อมูล (disclosure doctrine)[23]

ทฤษฎีดังกล่าวข้างต้นเป็นมาตรการที่ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่อง มีความยุติธรรม และเป็นไปอย่างมีระเบียบ เนื่องจากบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีผลเท่ากับเป็นการเชิญชวนให้ประชาชนลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จึงมีภาระหน้าที่ในการเปิดเผยรายละเอียดและข้อเท็จจริง (disclosure) จึงเป็นสิ่งที่สำคัญและมีความจำเป็นต่อการตัดสินใจแสดงความเห็นหรือเจตนาของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะกับผู้ถือหุ้นในบริษัทมหาชน บริษัทที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก เพราะจะทำให้ผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนที่อยู่กระจัดกระจายในที่ต่าง ๆ ทั่วประเทศหรือทั่วโลกได้ทราบถึงสภาพแห่งกิจการที่จะมีการประชุมและออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้น รายละเอียดและข้อเท็จจริงตลอดจนเหตุผลต่าง ๆ อย่างทั่วถึงและสมบูรณ์เพื่อใช้ในการพิจารณาและตัดสินใจแสดงความเห็นหรือเจตนาได้อย่างสมบูรณ์ดั่งปรัชญาของการเปิดเผยข้อมูล (philosophy of disclosure) ที่มีการเขียนไว้ดังนี้

"การเปิดเผยข้อมูลเป็นส่วนหนึ่งซึ่งมีความจำเป็นต่อการดำเนินธุรกิจในระบบเศรษฐกิจที่เสรีและยุติธรรม แม้ว่าจะเห็นได้ชัดว่ามีความพยายามที่จะจำกัดโดยการสงวนหรือรักษามิให้เปิดเผยความลับทางการค้า เพื่อธุรกิจการแข่งขัน แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยความสำคัญก็จะต้องโน้มเอียงไปในด้านให้มีการเปิดเผยข้อมูลโดยให้บุคคลผู้พยายามมิให้เปิดเผยได้เป็นผู้พิสูจน์ว่ามีความจำเป็นอย่างไรในอันที่จะจำกัดข้อมูล เพราะการเปิดเผยมาก

---

[23] Arthur Levitt, "Putting investors first," Paper presented at the 19th annual conference of the International Organization of Securities Commission, Tokyo, Japan, 19 October 1994.

เท่าไรก็ทำให้ประชาชนทราบและรู้ถึงสภาพความเป็นจริง (เขียนไว้ใน British white Paper on Company Law 1973)"[24]

"หลักสำคัญของโครงสร้างของกฎหมายหลักทรัพย์ คือ การเปิดเผยข้อมูลเพราะจะเป็นสิ่งช่วยนักลงทุนให้ได้ข้อมูลทางการเงินและอื่น ๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เขาจะตัดสินใจได้อย่างเพียงพอทำให้การตัดสินใจเป็นไปอย่างถูกต้อง และเป็นการป้องกันการฉ้อฉลหลักทรัพย์ด้วย (เขียนไว้ในรายงานการศึกษาเกี่ยวกับสภาพตลาดของหลักทรัพย์ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากการวิจัยโดย กลต. ของประเทศสหรัฐอเมริกา)[25] "

ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จึงต้องทำการเปิดเผยข้อมูลโดยยึดถือหลักของความเท่าเทียมกันให้ผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นทุกรายได้ทราบ เช่น การได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน กระบวนการของข้อมูลข่าวสารที่มีประสิทธิภาพในตลาดการเงินจะสัมพันธ์กับผลกระทบในราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพผู้ซื้อและผู้ขายจะต่อรองราคาบนพื้นฐานของความเท่าเทียมกัน ผู้ที่ได้รับข้อมูลมากกว่าย่อมจะได้เปรียบจากข้อมูลนั้นทำให้มั่นใจในผลกำไรที่จะเกิดในอนาคต ดังนั้น ข้อมูลข่าวสารที่มีประสิทธิภาพจะเป็นเครื่องแสดงให้เห็นถึงความต้องการซื้อหรือขายของผู้ลงทุนภายในประเทศในขณะนั้น หากผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารถูกต้องและเพียงพอเพื่อตัดสินใจในการลงทุนก็จะเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์[26]

---

[24] ไพจิตร ตั้งพูลสกุล, "ขอบเขตและความหมายของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535" (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2536), หน้า 10.

[25] เรื่องเดียวกัน

[26] Derek Honeygold, International financial market (England : Voodhead-Faulkner Ltd., 1989), p.3.

โดยทั่วไปข้อมูลข่าวสารดังกล่าวมีอยู่ด้วยกัน 3 ประการ[27] ดังนี้

ประการแรก คือ ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับฐานะทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัท ในกรณีที่มีบริษัทใดออกหุ้นมาเสนอขายแก่ประชาชน ถ้าฐานะทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัทนั้นไม่ดี หุ้นที่เสนอขายก็จะมีราคาต่ำ แต่ถ้าฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทดี ก็จะทำให้เกิดความน่าเชื่อถือ มีค่านิยม (goodwill) ที่ดี ทำให้บริษัทสามารถที่จะเสนอขายหุ้นของบริษัทได้ในราคาที่สูง เพราะนอกจากมูลค่าของหุ้นที่ตีราคาไว้แล้วก็จะมีการบวกเอาส่วนล้ำที่เกิดจากค่านิยมซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงานของบริษัทด้วย ข้อมูลข่าวสารที่กล่าวเป็นข้อมูลข่าวสารที่ผู้ลงทุนทั่วไปต้องให้ความสนใจก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน

ประการที่สอง คือ ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์สำคัญที่เกิดขึ้นกับกิจการหรือบริษัทนั้น ๆ ไม่ว่าจะเป็นไปในทางดีหรือทางร้ายก็ตาม หากข้อมูลข่าวสารเป็นเหตุการณ์ที่สำคัญ ๆ ที่ผู้ลงทุนควรต้องทราบเพื่อใช้ในการตัดสินใจว่าจะลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ ก็ควรที่จะได้มีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้ชัดเจน

ประเภทที่สาม คือ ข้อมูลข่าวสารที่มีผลกระทบต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ทั้งข่าวดี ข่าวร้าย ข่าวลือที่เกิดขึ้นประจำวัน ที่ผู้ลงทุนจะนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในขณะนั้นได้ ดังนั้น ใครที่สามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารนี้ได้ดีและก่อนคนอื่นก็จะได้เปรียบ

จึงอาจกล่าวได้ว่าโดยหลักการตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์ที่จะให้มีการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารต่างๆ (disclosure of corporate information) ให้ผู้ลงทุนทราบโดยทั่วกันเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการซื้อขาย โดยให้ผู้ลงทุนมีโอกาสเท่าเทียมกันที่จะเข้าถึงข้อมูลเหล่านี้ได้ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง หลักดังกล่าวนี้เป็นหลักสากลที่ตลาดหลักทรัพย์ทั่วไปในทุกประเทศถือเป็นหลักปฏิบัติ เป็นเรื่อง

---

[27] วสันต์ เทียนหอม, "ความผิดอาญาที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์," วารสารนิติศาสตร์ 23 (กันยายน 2536) : 474-475.

ของความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล (transparency of disclosure) ซึ่งในประเทศที่พัฒนาแล้วก็จะเรียกว่าเป็นหลักเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ (full disclosure)

จากที่กล่าวไปข้างต้น จึงอาจสรุปได้ว่าหลักความเป็นธรรมและหลักการเปิดเผยข้อมูลเป็นหลักการที่สำคัญที่สุดและมีบทบาทอย่างมากในการกำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ หลักความเป็นธรรมนั้นถือว่าเป็นหัวใจของกฎหมายที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ หลักความเป็นธรรมตามทฤษฎีที่กล่าวถึงนี้มุ่งคุ้มครองผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้ได้รับความเป็นธรรมในเรื่องต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของความเป็นธรรมและความเสมอภาคในหมู่นักลงทุนในอันที่จะได้รับทราบข้อมูลข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนที่ตนมีส่วนได้เสียอยู่ ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลนั้น จากที่ศึกษามาข้างต้น สามารถสรุปสาระสำคัญในหลักการดังกล่าวได้ดังนี้

1. การเปิดเผยข้อมูลเป็นหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่จะต้องกระทำ เพื่อประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

2. บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมดโดยไม่มีข้อจำกัด เว้นแต่มีความจำเป็นบางประการ

3. การเปิดเผยข้อมูลต้องกระทำทันทีที่มีเหตุการณ์อันเป็นสาเหตุให้ต้องเปิดเผยข้อมูลเกิดขึ้น

ในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ ก็จำเป็นจะต้องนำหลักความเป็นธรรม และหลักการเปิดเผยข้อมูลมาใช้เช่นเดียวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเดียวกัน แต่ทั้งนี้ทั้งนั้น จะเห็นได้ว่าการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นจะมีความยุ่งยากซับซ้อนมากกว่าในการนำหลักการทั้งสองประการมาบัญญัติเป็นกฎเกณฑ์หรือกรอบของกฎหมายในการควบคุม เหตุผลก็คือการที่จะหามาตรฐานหรือหลักเกณฑ์ที่ทุกประเทศยอมรับว่าเป็นสิ่งที่ดีและเป็นธรรมที่สุดในสายตาของประเทศทุกประเทศพร้อม ๆ กันนั้นเป็นสิ่งที่ยาก อย่างไรก็ดีพบว่ามีความพยายามที่จะแก้ไขปัญหาดังกล่าวนี้อยู่ ซึ่งผู้เขียนจะได้กล่าวถึงในหัวข้อที่ 2.6.2 และบทที่ 3 ต่อไป

2.4.3) หลักอำนาจอธิปไตยของรัฐหรือเขตอำนาจรัฐ (jurisdiction)

ตามกฎหมายระหว่างประเทศกำหนดให้รัฐมีอำนาจอธิปไตยทั้งภายนอกและภายใน ภายนอก หมายความถึง อำนาจในการติดต่อสัมพันธ์กับรัฐอื่นในฐานะเป็นรัฐเอกราช ภายใน หมายความถึง อำนาจของรัฐแต่เพียงผู้เดียวโดยปราศจากเงื่อนไข และอย่างเต็มที่ในการใช้อำนาจภายในดินแดนและเหนือบุคคลที่เป็นคนชาติตน การใช้อำนาจอธิปไตยนี้จะใช้ภายในเขตอำนาจรัฐ เป็นการใช้อำนาจโดยผ่านฝ่ายนิติบัญญัติเพื่อออกกฎหมาย ฝ่ายบริหารเพื่อบังคับให้เป็นไปตามกฎหมาย และฝ่ายตุลาการเพื่อนำกฎหมายมาวินิจฉัยตัดสินข้อพิพาทเพื่อทำให้เกิดการบังคับใช้กฎหมายอย่างมีประสิทธิภาพ

เขตอำนาจรัฐในความหมายของกฎหมายระหว่างประเทศอาจแบ่งออกเป็นหลายลักษณะคือ เขตอำนาจเหนือบุคคล (personal jurisdiction) เขตอำนาจรัฐเหนือดินแดน (territorial jurisdiction) เขตอำนาจรัฐในการป้องกันต่อความผิดร้ายแรงและเป็นภัยต่อความมั่นคง (protective jurisdiction) และเขตอำนาจรัฐเหนือความผิดสากล (universal jurisdiction)[28] ในที่นี้จะขออธิบายถึง เขตอำนาจรัฐเหนือดินแดน และเขตอำนาจรัฐเหนือบุคคลเท่านั้น

เขตอำนาจรัฐเหนือดินแดน หมายความถึง พื้นที่ที่รัฐสามารถใช้อำนาจอธิปไตย กล่าวคือ ใช้สิทธิและมีหน้าที่บางอย่างตามที่กฎหมายกำหนดเหนือบุคคล ทรัพย์สิน หรือเหตุการณ์ที่อยู่หรือเกิดในดินแดนตนได้ ไม่ว่ากับคนชาติหรือคนต่างชาติก็ตาม

เขตอำนาจของรัฐโดยอาศัยหลักดินแดนนี้อาจใช้ในกรณีของการกระทำความผิดอาญาที่เริ่มขึ้นในรัฐนั้นเอง แต่ไปสิ้นสุดในรัฐอื่น ซึ่งเรียกว่า subjective territorial jurisdiction และในกรณีที่การกระทำความผิดอาญาเริ่มต้นที่รัฐอื่นและสิ้นสุดลงที่รัฐนั้น ซึ่งเรียกว่า objective territorial jurisdiction

---

[28] จุมพต สายสุนทร, คำอธิบายกฎหมายระหว่างประเทศว่าด้วยเขตอำนาจรัฐและความคุ้มครองจากเขตอำนาจรัฐ. (กรุงเทพ : สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2538), หน้า 15.

เขตอำนาจรัฐเหนือบุคคล หมายความถึง เขตอำนาจรัฐที่ใช้เหนือคนชาติตน ในกรณีที่คนชาติอยู่ภายนอกดินแดนของรัฐนั้น รัฐย่อมมีอำนาจเหนือคนชาติตน โดยอาศัยสัญชาติเป็นเครื่องมือทางกฎหมายที่จะผูกพันบุคคลไว้กับดินแดน รัฐมีอำนาจในการออกกฎหมายติดตามตัวบุคคลที่เป็นคนชาติ เช่น สถานะทางแพ่งของบุคคลย่อมเป็นไปตามกฎหมายสัญชาติ รัฐมีหน้าที่ที่จะต้องปกป้องคนชาติตน หากได้รับความเสียหายในต่างแดน และในขณะเดียวกันรัฐก็ยังสามารถลงโทษคนชาติที่กระทำความผิดในต่างแดนและเข้ามาในรัฐตนได้[29]

จากหลักกฎหมายระหว่างประเทศข้างต้น จะเห็นได้ว่าการที่รัฐต่าง ๆ ล้วนมีอำนาจอธิปไตยภายในอาณาเขตของรัฐตนเท่านั้น ทำให้การแก้ไขปัญหาอันเกิดจากธุรกรรมที่มีองค์ประกอบระหว่างประเทศเป็นสิ่งที่ค่อนข้างยากเพราะโดยลำพังของรัฐใดรัฐหนึ่งย่อมไม่สามารถแก้ไขปัญหาให้สำเร็จได้ในทุก ๆ เรื่อง ซึ่งหนทางที่รัฐน่าจะสามารถนำมาใช้ในการแก้ปัญหาต่าง ๆ ได้แก่การร่วมมือกันนั่นเอง

สำหรับรูปแบบที่รัฐจะนำมาใช้ในเรื่องความร่วมมือระหว่างกันนั้นมีอยู่ 3 รูปแบบด้วยกันได้แก่

<u>รูปแบบที่รัฐจะใช้เมื่อเกิดความขัดแย้งทางเขตอำนาจ</u>[30]

1. การไม่ให้ความร่วมมือ (non-cooperative (unilateral))
2. การให้ความร่วมมือบางส่วน (partially coorperative)
3. การให้ความร่วมมือ (cooperative)

---

[29] เรื่องเดียวกัน, หน้า 27.

[30] Gunnar Schuster, "Extraterritoriality of securities laws : An economic analysis of jurisdictional conflicts" <u>Law and Policy International Business</u> 26 (1994) : 172.

1. การไม่ให้ความร่วมมือ (non-cooperative (unilateral))

รัฐแต่ละรัฐเลือกที่จะใช้กฎหมายหรือกฎเกณฑ์ใด ๆ ของประเทศตน เพื่อที่จะรักษาผลประโยชน์ของประเทศไว้ ซึ่งมี 2 ทฤษฎี กล่าวคือ

1) ทฤษฎีพันธมิตร (friendly strategy) โดยรัฐพยายามที่จะเลี่ยงการทำสัญญากับรัฐอื่น ๆ และเมื่อมีปัญหาเกิดขึ้นจะใช้หลักอาณาเขต กล่าวคือ ใช้กฎหมายภายในในการกำกับดูแลตลาดทุนภายในอาณาเขตของตน โดยการกำหนดให้มีกฎเกณฑ์ที่มีคุณภาพ เพื่อการแข่งขันในตลาดทุนนานาชาติ และเพื่อดึงดูดนักลงทุน อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีนี้ย่อมไม่สามารถคุ้มครองธุรกรรมที่เกิดขึ้นภายนอกอาณาเขตของประเทศนั้น ๆ

2) ทฤษฎีการไม่เป็นมิตร (hostile strategy) โดยรัฐจะพิจารณาผลประโยชน์ของรัฐเป็นหลัก และจะไม่พิจารณาขอบเขตของอาณาเขตในการที่จะใช้กฎหมายของตน รัฐจะคำนึงถึงการใช้กฎหมายของตน ถ้าพิจารณาแล้วเห็นว่าธุรกรรมที่เกิดขึ้นในต่างประเทศเกิดผลกระทบกับรัฐดังกล่าว

2. การให้ความร่วมมือบางส่วน (partially coorperative)

รัฐจะใช้ทฤษฎีนี้โดยการใช้หลักเขตอำนาจนอกอาณาเขตก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าธุรกรรมของต่างประเทศเกิดผลกระทบกับรัฐ แต่รัฐจะคำนึงถึงผลประโยชน์ของรัฐอื่น ๆ ที่ได้รับผลกระทบจากการที่รัฐใช้เขตอำนาจนอกอาณาเขตด้วย การที่รัฐจะใช้ทฤษฎีนี้ต้องมีการพิจารณาชั่งน้ำหนักถึงผลประโยชน์ของตน หากมีผลประโยชน์สูงกว่ารัฐอื่น ๆ ก็จะใช้หลักเขตอำนาจนอกอาณาเขต

3. การให้ความร่วมมือ (cooperative) ซึ่งสามารถกระทำได้ 2 ทาง กล่าวคือ

3.1) การต่อรองโดยการทำข้อตกลงสองฝ่ายหรือมากกว่า (bilateral or multilateral negotiations) เป็นความร่วมมือของรัฐที่จะประนีประนอมในความขัดแย้งกัน

ทางผลประโยชน์ของแต่ละรัฐโดยการประนีประนอมซึ่งวิธีการนี้จะเป็นส่วนหนึ่งที่จะทำให้กฎหมายได้รับการพัฒนา

3.2) การจัดการข้อโต้แย้งภายใน (internalizing the dispute) กล่าวคือ รัฐที่มีส่วนได้เสียในผลประโยชน์อาจร่วมกันจัดตั้งองค์กรระหว่างประเทศขึ้น เพื่อที่จะบรรเทาข้อโต้แย้งเป็นกรณี ๆ ไป โดยอย่างน้อยคู่กรณีต้องมีมติเป็นเอกฉันท์ในการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เป็นสารบัญญัติ ทั้งนี้ การแก้ปัญหาโดยวิธีดังกล่าวเกิดขึ้นน้อยมาก ดังนั้นเพื่อที่จะบรรเทาข้อโต้แย้งระหว่างประเทศให้ประสบความสำเร็จควรกำหนดกฎเกณฑ์ที่มีผลผูกพันหลักการดังกล่าวจะขัดกับหลักอำนาจอธิปไตยของรัฐ

2.5 องค์กรที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติในประเทศไทย

ในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติอาจพิจารณาถึงหน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลการจดทะเบียนดังกล่าวได้ดังนี้

2.5.1 องค์กรภายในประเทศ

1) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.)

มีหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทต่างประเทศที่ออกหลักทรัพย์และทำการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นต่อประชาชนในตลาดแรก

2) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มีหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทต่างประเทศที่ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยควบคุมให้บริษัทปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเผยสารสนเทศต่อผู้ลงทุน

3) ธนาคารแห่งประเทศไทย

มีหน้าที่ในการกำกับดูแลต่อเนื่องมาจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเป็นหน่วยงานที่พิจารณาถึงความสามารถของบริษัทต่างประเทศในการนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์หรือผลประโยชน์ที่ได้จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ออกนอกประเทศได้แค่ไหนเพียงไร

2.5.2 องค์กรระหว่างประเทศ

ก) ประเภทขององค์กร

1) สมาพันธ์องค์กรกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (The International Organization of Securities Commisions หรือ "IOSCO")[31]

"IOSCO" คือ องค์กรระหว่างประเทศของหน่วยงานที่ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลการดำเนินการต่าง ๆ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน อันได้แก่ ธุรกิจหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ และตราสารอนุพันธ์ ซึ่งองค์กรดังกล่าวประกอบไปด้วยสมาชิกซึ่งเป็นผู้กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ (Securities regulators) ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก IOSCO ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2517 หรือ ค.ศ. 1974 สำนักงานใหญ่ของ IOSCO ตั้งอยู่ที่เมืองมอนทรีออล ประเทศแคนาดา

ปัจจุบัน IOSCO มีสมาชิกทั้งสิ้น 115 องค์กรจากทั้งหมด 70 ประเทศ จะเห็นได้ว่า IOSCO เป็นองค์กรระหว่างประเทศที่มีบทบาทสำคัญองค์กรหนึ่งในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนทั่วโลก[32]

---

[31] ฝ่ายวิจัยและพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, "IOSCO หรือ The International Organization of Securities Commissions," 19 พฤษภาคม 2540 (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

[32] "International agreement and understanding for the production of information and other mutual assistance," The International Lawyer 29 (1995) : 823.

2) สหพันธ์ตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (Federation International des Bourses de Valeurs หรือ "FIBV")[33]

"FIBV" คือ องค์กรที่เกิดจากการรวมตัวกันของสมาคมตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศยุโรป ได้แก่ เนเธอร์แลนด์ เบลเยี่ยม อังกฤษ ลักซ์เซมเบิร์ก สเปน อิตาลี ฝรั่งเศส ออสเตรีย เยอรมัน และสวิตเซอร์แลนด์ องค์กรดังกล่าวก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2504

ปัจจุบันมีตลาดหลักทรัพย์และสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์เป็นสมาชิกรวม 83 แห่งทั่วโลก รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข) วัตถุประสงค์และการดำเนินงานขององค์กร

องค์กร IOSCO[34]

1. เพื่อสร้างความร่วมมือกันในระหว่างประเทศสมาชิกในการพัฒนาและเพิ่มประสิทธิภาพของมาตรฐานในการกำหนดกฎเกณฑ์และข้อบังคับต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

2. เพื่อแลกเปลี่ยนข้อมูลและประสบการณ์ของหน่วยงานมีหน้าที่ดูแลและกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในการพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศสมาชิก

3. เพื่อกำหนดมาตรฐานและเพิ่มประสิทธิภาพด้านการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ

4. เพื่อส่งเสริมความมั่นคงของสถาบันธุรกิจหลักทรัพย์ของประเทศสมาชิก โดยทาง IOSCO ได้ร่วมกับประเทศสมาชิกในการกำหนดมาตรฐานและกฎเกณฑ์เพื่อดำเนินการกับการกระทำความผิดทางธุรกิจหลักทรัพย์ในประเทศสมาชิก

---

[33] ฝ่ายวิจัยและพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, "IOSCO หรือ The International Organization of Securities Commissions," 19 พฤษภาคม 2540 (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

[34] http :// www.iosco.org/text01.html.

องค์กร FIBV

องค์กร FIBV ก่อตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมความร่วมมือและช่วยเหลือซึ่งกันและกันในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์ของสมาชิก และเพื่อประสานงานกับองค์กรระหว่างประเทศต่าง ๆ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว FIBV จึงจัดให้มีการประชุมสามัญประจำปีทุกปี โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจะค้นหาหัวข้อที่จะทำการศึกษาโดยยึดหลักการดังนี้[35]

1. คุ้มครองนักลงทุนที่ลงทุนในตลาดระหว่างประเทศโดยจัดเตรียมระบบการบริการที่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ส่งเสริมตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศให้มีประสิทธิภาพ ยุติธรรม และผู้ลงทุนได้รับคุ้มครองอย่างเท่าเทียมกัน และจัดตั้งมาตรฐานการปฏิบัติงานสำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก

2. ส่งเสริมความร่วมมือในการจัดตั้งมาตรฐานในการจดทะเบียนรับหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ และการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา

3. ส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนให้มีขนาดใหญ่ มีความคล่องตัว และมีหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพ

4. ส่งเสริมให้ตลาดทุนมีระบบการกำกับดูแลตนเอง (self-regulation organization)

5. ส่งเสริมให้เกิดจริยธรรมในการบริหารตลาดหลักทรัพย์

6. การอภิปรายโดยผู้บริหารตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องและปัญหาต่าง ๆ ที่อยู่ในความสนใจ เพื่อหาผลสรุปอันจะเป็นประโยชน์ต่อตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศของสมาชิก

---

[35] http :// www.fibv.com.

กลุ่มตลาดทุนระหว่างประเทศ (International Capital Market Group หรือ ICMG) ได้ให้คำนิยามรูปแบบองค์กรกำกับดูแลตนเองไว้ดังนี้

1. ผู้กำหนดนโยบายขององค์กรต้องเป็นบุคคลที่ปฏิบัติธุรกิจนั้น

2. องค์กรจะต้องดำเนินงานโดยใช้เงินจากสมาชิกผู้ถูกกำกับดูแล โดยไม่ต้องอาศัยงบประมาณแผ่นดิน

7. ส่งเสริมให้มีการทำสัญญาข้อตกลง (bilateral agreement) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดการแลกเปลี่ยนข้อมูลซึ่งกันและกัน โดยเฉพาะในเรื่องกฎเกณฑ์และข้อบังคับต่าง ๆ

จำนวนบริษัทต่างชาติที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มสมาชิก FIBV[36]

	2523	2534
จำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งสิ้น	18,384	27,026
จำนวนบริษัทจดทะเบียนต่างชาติ	2,400	3,161
สัดส่วนของบริษัทจดทะเบียนต่างชาติเทียบกับจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด	13.1%	11.7%

ที่มา : "Special Study : Foreign Listing & Trading on FIBV Exchange," FIBV News Letter. (มิถุนายน 1992) : 9-11.

จากตารางที่แสดงข้างต้น จะเห็นได้ว่าในปี พ.ศ. 2534 มีบริษัทจดทะเบียนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก FIBV รวมทั้งสิ้น 3,161 บริษัท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 11.7 ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มสมาชิก FIBV สัดส่วนดังกล่าวได้ลดลงจากปี พ.ศ. 2523 ที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนต่างชาติเป็นจำนวน 2,400 บริษัท หรือคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 13.1 ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มสมาชิก FIBV โดยทั้งนี้อาจตั้งข้อสังเกตได้ 2 ประการคือ

ก. ความสำคัญของการจดทะเบียนหลักทรัพย์ต่างชาติ ในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มสมาชิก FIBV ได้ลดลง แม้ว่าตลาดการเงินจะพัฒนาสู่ความเป็นสากลมากยิ่งขึ้น

---

[36] ฝ่ายวิจัยและพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, "Cross Listing ในตลาดทุนไทย" , กรกฎาคม 2537. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

ข. อัตราการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมีมากกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนต่างชาติ จากตารางดังกล่าวอัตราการเพิ่มขึ้นของบริษัทในประเทศจดทะเบียนโดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523 ถึงปี พ.ศ. 2534 มีค่าประมาณ ร้อยละ 4.5 ต่อปี ในขณะที่อัตราการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนต่างชาติในช่วงเวลาเดียวกันมีค่าประมาณร้อยละ 2.9 ต่อปี

อย่างไรก็ตาม ข้อสังเกตดังกล่าวข้างต้นไม่ได้คำนึงถึงปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์จดทะเบียนต่างชาตินั้น ๆ ว่ามีปริมาณหมุนเวียนมากน้อยแค่ไหน จึงเป็นการยากที่จะสรุปว่าหลักทรัพย์จดทะเบียนต่างชาติได้รับความสนใจจากนักลงทุนในประเทศนั้น ๆ น้อยกว่าหลักทรัพยจดทะเบียนในประเทศ สำหรับการที่อัตราการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนต่างชาติมีค่าน้อยกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศในช่วงเวลาดังกล่าวนั้น อาจเป็นเพราะอุปสรรคที่กีดกั้นไม่ให้บริษัทต่างชาติจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่น อาทิเช่น ต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายของการจดทะเบียน ความแตกต่างของกฎหมายและข้อกำหนดต่าง ๆ ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตามข้อสังเกตดังกล่าวอาจจะไม่เป็นเช่นนั้นในระยะเวลาต่อมา เพราะตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งพยายามที่จะพัฒนาสู่ความเป็นสากลมากยิ่งขึ้น โดยมีการพัฒนาระบบซื้อขายให้มีความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น นอกจากนั้น ยังมีการผ่อนผันเกณฑ์หรือข้อกำหนดหรือหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการพิจารณารับหลักทรัพย์ของบริษัทต่างประเทศเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของตน

2.6 พัฒนาการของการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

ในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้นมีปัญหาข้อขัดข้องเกิดขึ้นหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นปัญหาข้อขัดข้องอันเกิดจากบทบัญญัติของกฎหมายภายในของบางประเทศก็ดี หรือปัญหาข้อขัดข้องทางเทคนิคที่เกี่ยวข้องก็ดี ดังนั้น ในหัวข้อนี้ผู้เขียนจึงได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ถึงสาเหตุของปัญหาข้อขัดข้องดังกล่าวว่าเกิดจากปัจจัยใดบ้าง รวมทั้งศึกษาถึงความพยายามแก้ไขปัญหาขององค์กรระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ อันได้แก่ IOSCO และ FIBV ทั้งนี้ ผู้เขียนยังได้แจกแจงให้เห็นถึงรูปแบบของแนวทางในการแก้ไขข้อขัดข้องอันเกิดจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ด้วยว่ามีรูปแบบเป็นอย่างไรบ้าง

2.6.1 สาเหตุของการเกิดปัญหา

สาเหตุของการเกิดปัญหาข้อขัดข้องในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาตินั้น สามารถจำแนกได้อย่างกว้าง ๆ เป็น 4 ประการ ดังต่อไปนี้[37]

1) การให้ความสำคัญต่อการกระทำความผิดในเรื่องใดเรื่องหนึ่ง

บางครั้งบทบัญญัติหรือหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกระทำความผิดในเรื่องใดเรื่องหนึ่ง เป็นต้นว่า ในเรื่องการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลวงใน จะเห็นได้ว่าประเทศสหรัฐอเมริกาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับเรื่องนี้เป็นหลักเกณฑ์ที่มีความสำคัญแม้จะอยู่ในลำดับต้น ๆ แต่ก็มิใช่อันดับแรกในขณะที่ประเทศกลุ่มยุโรปให้ความสำคัญกับหลักเกณฑ์ในการกระทำความผิดโดยใช้ข้อมูลวงในเป็นอันดับแรก ซึ่งทำให้สามารถเข้าใจได้ว่าระดับของการให้ความสำคัญต่อการกระทำความผิดในเรื่องใดเรื่องหนึ่งมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการกำหนดการกระทำที่ถือว่าเป็นการกระทำความผิดตามกฎหมายของแต่ละประเทศในเรื่องใดเรื่องหนึ่งมีความแตกต่างกัน

---

[37] Peter E. Millspaugh, "Global securities trading the questing of a watchdog," The George Washington Journal of International Law and Economics 26 (1992) : 362-363.

2) วิธีการในการแก้ไขปัญหา

ในแต่ละประเทศพบว่าองค์กรที่ดูแลทางด้านหลักทรัพย์นั้นมีวิธีการในการรับมือกับสถานการณ์หรือมีแนวทางในการแก้ปัญหาที่แตกต่างกันไป ด้วยเหตุนี้ในสถานการณ์เดียวกันจึงไม่อาจกล่าวได้ว่าแนวทางการแก้ไขปัญหาที่ดีที่สุดของประเทศใดประเทศหนึ่งจะเป็นแนวทางการแก้ไขปัญหาที่ดีที่สุดในอีกประเทศหนึ่งด้วยเสมอไป ดังนั้นในระดับระหว่างประเทศจึงน่าที่จะต้องมีแนวทางการแก้ไขปัญหาในเรื่องใดเรื่องหนึ่งที่เป็นเกณฑ์มาตรฐานเดียวกันและยอมรับได้ในทุกประเทศ

3) การมีหลายองค์กรย่อยในองค์กรใหญ่

การที่องค์กรใหญ่ ๆ แตกแขนงเป็นองค์กรย่อย ๆ นั้น ก่อให้เกิดความสับสนและสร้างความยุ่งยากซับซ้อนในการประสานงานร่วมกันขององค์กรทางด้านหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดที่สุดก็คือ ในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาจะเห็นได้ว่ามีสองระบบควบคู่กันไป กล่าวคือ มีทั้งการกำกับดูแลโดยส่วนกลาง (federal oversight) และการกำกับดูแลในระดับมลรัฐ (state oversight)

4) ปัญหาในเรื่องเขตอำนาจศาล

การบัญญัติกฎหมายของแต่ละประเทศย่อมจะต้องมีเหตุผลเพื่อความเหมาะสมทางด้านเศรษฐกิจและความจำเป็นของสังคม ตลอดจนขนบธรรมเนียมประเพณีทางการค้าของประเทศนั้น ๆ นอกจากนั้นรัฐแต่ละรัฐอาจกำหนดเขตอำนาจศาลของตนในการพิจารณาคดีแตกต่างกันไป ดังนั้นจะเห็นได้ว่า การพิจารณาว่าคดีที่มีองค์ประกอบต่างชาติอยู่ภายใต้อำนาจศาลหรือไม่จะขึ้นอยู่กับกฎเกณฑ์ภายในที่เกี่ยวกับเขตอำนาจศาลของแต่ละศาลที่ได้กำหนดขึ้นเพื่อทำให้ศาลมีเขตอำนาจในการพิจารณาพิพากษาคดีนั้น ๆ

อย่างไรก็ดี การที่ประเทศใดประเทศหนึ่งจะบัญญัติกฎหมายขึ้นมาเพื่อแก้ปัญหาใด ๆ ย่อมสามารถกระทำได้ภายใต้อาณาเขตดินแดนของรัฐตนเท่านั้น โดยมีอำนาจอิสระตามหลักอำนาจอธิปไตยของตน แต่ในการบังคับใช้กฎหมายสารบัญญัติดังกล่าว เมื่อนิติสัมพันธ์นั้น ๆ มีองค์ประกอบระหว่างประเทศย่อมเกิดปัญหาขึ้นในทางปฏิบัติได้

ตัวอย่างคดี Leasco Data Processing Equipment Corp V.Maxwell[38] ซึ่งเป็นคดีที่เกี่ยวกับการฉ้อโกงในประเทศสหรัฐอเมริกา สามารถอธิบายถึงปัญหาข้างต้นได้เป็นอย่างดี

ข้อเท็จจริงในคดีดังกล่าวข้างต้นคือ โจทก์เป็นนิติบุคคลตามกฎหมายอเมริกา จำเลยเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายอังกฤษ ได้ชักชวนให้โจทก์ซื้อหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ซึ่งการชักชวนดังกล่าวพิสูจน์ได้ว่าเป็นการฉ้อโกงและการกระทำความผิดส่วนใหญ่เกิดในประเทศอังกฤษ แต่ผลการกระทำบางส่วนที่เป็นจุดเกาะเกี่ยวที่สำคัญที่ทำให้การกระทำความผิดสมบูรณ์นั้นเกิดขึ้นในประเทศอเมริกาจึงทำให้ศาลสหรัฐอเมริกาตัดสินว่า การกระทำดังกล่าวอยู่ในเขตอำนาจของศาลสหรัฐ อย่างไรก็ดี ข้อเท็จจริงดังกล่าวนั้นทำให้พิจารณาได้ว่าศาลของประเทศอังกฤษย่อมมีเขตอำนาจในการพิจารณาคดีเช่นกัน เนื่องจากการกระทำความผิดได้เกิดขึ้นในประเทศอังกฤษเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้น การกระทำความผิดที่เกิดขึ้นหรือเกิดผลกระทบกับผลประโยชน์ในหลาย ๆ รัฐนั้น จึงอาจเป็นสาเหตุให้ศาลของประเทศต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องมีเขตอำนาจในการพิจารณาคดีได้ ปัญหาจึงเกิดขึ้นมาจากการที่คู่ความนำคดีขึ้นสู่ศาลภายในของแต่ละประเทศ ทำให้ศาลที่มีอำนาจพิจารณาคดีของทั้ง 2 ประเทศพยายามที่จะบังคับใช้กฎหมายของประเทศตนกับข้อเท็จจริงเดียวกัน ซึ่งทำให้เกิดความยากลำบากที่จะให้แต่ละประเทศยอมรับเป็นการทั่วไปว่าจะใช้กฎหมายของประเทศใดหรือศาลใดที่จะมีอำนาจในการพิจารณาคดี

นอกจากนั้นปัญหาในเรื่องเขตอำนาจศาลยังมีความสัมพันธ์กับปัญหาในการได้สวนข้อมูลเกี่ยวกับการกระทำความผิด พยานหลักฐานในการกระทำความผิด ทรัพย์สินอันได้มาจากการกระทำความผิด รวมไปถึงการติดตามตัวผู้ต้องหา กล่าวคือ การดำเนินงานใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกิจการดังกล่าวข้างต้นนั้น หากเกี่ยวพันกับอำนาจของรัฐอื่นก็ย่อมที่จะต้องตกอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ระหว่างประเทศในเรื่องเขตอำนาจศาลด้วย ซึ่งนั่นก็หมายความว่าหากรัฐอื่นที่มีเขตอำนาจเหนือในเรื่องดังกล่าวไม่ให้ความร่วมมือช่วยเหลือเสีย

---

[38] Walter Werner, The United Stated transnational business and the law (U.S.A. : Oceana Publishing Inc., 1984), pp. 49-50.

แล้ว รัฐที่ร้องขอความช่วยเหลือก็มิอาจดำเนินการใด ๆ ได้ ทั้งนี้ เพราะมีข้อจำกัดว่าเขตอำนาจศาลของตนย่อมถูกจำกัดอยู่ในอาณาเขตดินแดนของตนเท่านั้น

2.6.2 ความพยายามแก้ไขปัญหาขององค์กรระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ

จากการที่ตลาดหลักทรัพย์พัฒนาไปอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สืบเนื่องมาจากระบบเทคโนโลยีในการติดต่อสื่อสารโทรคมนาคมได้รับการพัฒนามากขึ้น ดังนั้น เพื่อปรับตัวให้เข้ากับสภาพแวดล้อมดังกล่าว นักลงทุนส่วนใหญ่จึงมองหาตลาดหลักทรัพย์ที่เหมาะแก่การลงทุน กล่าวคือ ต้องเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องสูงและให้ผลตอบแทนในอัตราที่ค่อนข้างสูงด้วย ในการนี้นักลงทุนจึงได้ให้ความสนใจที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่กำลังพัฒนามากขึ้น การที่จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาไปอย่างมีประสิทธิภาพและเหมาะสมกับสภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป จึงจำเป็นต้องมีการปรับปรุงทางด้านกฎเกณฑ์และข้อกำหนดต่าง ๆ ด้วย เช่น การกำหนดให้มีกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ อย่างไรก็ดี ตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศติดต่อเชื่อมโยงระหว่างกันได้มากขึ้น จึงทำให้ข้อกำหนดที่มีประสิทธิภาพไม่สามารถกำหนดได้โดยประเทศใดประเทศหนึ่งแต่เพียงลำพัง

ในสภาพความเป็นจริงจะพบว่า ข้อกำหนดในการจัดทำงบการเงินในแต่ละตลาดหลักทรัพย์จะมีมาตรฐานในการจัดทำที่ใกล้เคียงกัน แต่จะมีรายละเอียดบางประการที่มีความแตกต่างกัน ถ้าหากพิจารณาถึงการแข่งขันในระหว่างตลาดทุนของแต่ละประเทศซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลในแต่ละประเทศสนับสนุนให้แต่ละประเทศมีการจัดทำงบการเงินที่จะมีมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งในปัจจุบันยังไม่มีการกำหนดกฎเกณฑ์ในลักษณะดังกล่าวขึ้น อย่างไรก็ดี หากมีการจัดทำมาตรฐานดังกล่าวขึ้น ก็ควรอยู่บนพื้นฐานที่มีคุณภาพ มีความโปร่งใสและความเข้มงวด จะเห็นได้ว่าประเทศที่มีระบบตลาดทุนที่มีความเจริญมากย่อมที่จะยอมรับมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศเพื่อทำให้การแข่ง

ขันในระบบตลาดทุนด้วยกันมีประสิทธิภาพและมีความจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับการเตรียมพร้อมในเรื่องมาตรฐานการบัญชีเพื่อรองรับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ[39]

จากการที่ไม่มีมาตรฐานการบัญชีที่ทุกประเทศยอมรับและนำไปปฏิบัติตามนั้น จึงทำให้บริษัทจดทะเบียนในแต่ละประเทศจัดทำงบการเงินโดยใช้มาตรฐานที่ตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศกำหนด ดังนั้น ในกรณีที่บริษัทมีหลักทรัพย์จดทะเบียนมากกว่าหนึ่งตลาดหลักทรัพย์ อาจมีปัญหาที่เกิดจากการจัดทำงบการเงินให้เป็นไปตามข้อกำหนดของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดมาตรฐานในการจัดทำไว้แตกต่างกัน จึงอาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้จากการจัดทำงบการเงินแตกต่างกันตามไปด้วย เช่น ในปี 1993 บริษัท Daimler Benz ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เยอรมันและตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้จัดทำงบการเงินและอาศัยมาตรฐานการบัญชีของเยอรมัน ซึ่งแสดงผลกำไรเป็นจำนวนเงิน 615 ล้านเหรียญ ทั้งนี้หากจัดทำงบการเงินโดยอาศัยมาตรฐานการบัญชีของอเมริกาจะปรากฏผลขาดทุนเป็นจำนวนเงิน 1,052 ล้านเหรียญ[40]

จากกรณีตัวอย่างข้างต้น จึงสรุปได้ว่าการที่ตลาดหลักทรัพย์แต่ละตลาดกำหนดมาตรฐานการบัญชีของตนขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนที่ต้องอาศัยข้อมูลจากผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเกิดความสับสนในข้อมูล ซึ่งเป็นผลเสียต่อตลาดหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียน

ดังนั้น จึงควรที่จะได้มีการแก้ปัญหาดังกล่าวในระดับระหว่างประเทศ ทั้งนี้ คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standards Committee หรือ IASC* จึงมีความพยายามที่จะจัดทำระบบมาตรฐานการบัญชีระหว่าง

---

[39] Guillermo Harteneck, "Globalization and harmonization of accounting regulations," paper presented at the 22nd annual conferece of the International Organization of Securities Commissions, Taipei, Taiwan, 6 November 1997.

[40] Ibid.

* IASC คือองค์กรระหว่างประเทศทางด้านบัญชีที่มีอำนาจในการตัดสินใจได้โดยไม่ต้องขอความเห็นชอบจากหน่วยงานอื่น ๆ เพียงแต่ได้รับการยอมรับจากคณะกรรมการ

ประเทศขึ้นใหม่ โดยการนำมาตรฐานการบัญชีของแต่ละประเทศและมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ มาทำให้สอดคล้องกันเป็นมาตรฐานเดียวกันและทุกประเทศสามารถนำไปใช้ร่วมกัน[41]

กลุ่มตลาดทุนระหว่างประเทศ (International Capital Markets Group) มีความเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ควรมีกฎเกณฑ์ที่สอดคล้องและเป็นมาตรฐานเดียวกันและควรมีการปรับปรุงระบบการบัญชี รายงานการเงิน และการสอบบัญชีให้มีมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งจะช่วยพัฒนาตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพ

ดังนั้น IOSCO และ IASC ตลอดจน FIBV จึงมีความเห็นชอบร่วมกันในการที่จะทำให้สมาชิกทุกประเทศยอมรับในหลักการจัดทำระบบบัญชี งบการเงิน และการ

เชิงอรรถ (ต่อ)

ของ IASC สมาชิกขององค์กรเป็นหน่วยงานทางการบัญชีที่ได้รับการยอมรับ 120 หน่วยงานจาก 90 ประเทศ คณะกรรมการของ IASC ในปัจจุบันมาจากประเทศสหรัฐอเมริกา แคนาดา เม็กซิโก ฝรั่งเศส เยอรมัน เนเธอร์แลนด์ สหพันธรัฐเยอรมัน สหราชอาณาจักร อินเดีย ญี่ปุ่น มาเลเซีย แอฟริกาใต้ และออสเตรเลีย ซึ่งองค์กรดังกล่าวมีวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

1. เพื่อที่จะกำหนดและเผยแพร่มาตรฐานการบัญชีซึ่งจะได้นำไปใช้ในการจัดทำงบการเงิน

2. เพื่อพิจารณากฎเกณฑ์และนำกฎเกณฑ์ไปวางมาตรฐานการบัญชีให้สอดคล้องกัน

[41] Dave Lindorff, "One world one GAAP? not yet!," Global Finance (December 1997 / January 1998) : 28.

FIBV เป็นองค์กรระหว่างประเทศที่สำคัญองค์กรหนึ่งในการส่งเสริมและสนับสนุนให้สมาชิกที่มีสถานะเป็นตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศร่วมมือเพื่อกำหนดเกณฑ์การจดทะเบียนรับหลักทรัพย์ที่เป็นมาตรฐานหรือเป็นแนวทางสำหรับตลาดหลักทรัพย์ทุกประเทศต่อไป

เปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้เป็นมาตรฐานสากล ซึ่งการกำหนดหลักการดังกล่าวมีวัตถุประสงค์ 2 ประการ[42] คือ

1) บริษัทต่าง ๆ สามารถจัดทำงบการเงินที่มีมาตรฐานและประสิทธิภาพสูงขึ้นอันจะยังประโยชน์แก่นักลงทุนและผู้ที่ต้องการใช้ข้อมูลระหว่างตลาดทุนของแต่ละประเทศ

2) บริษัทต่าง ๆ สามารถใช้งบการเงินชุดเดียวกันเพื่อใช้เป็นเอกสารประกอบการขออนุญาตในการระดมทุน และนำหลักทรัพย์ไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศอื่นอีกด้วย

นอกจากนั้น คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (Financial Accounting Standards Board on the US หรือ FASB) มีบทบาทอย่างมากในการที่จะทำมาตรฐานทางการบัญชีให้เป็นมาตรฐานสากลเดียวกัน และ FASB เองก็เชื่อว่า การกระทำดังกล่าวจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัททั้งในและต่างประเทศ แต่ในขณะเดียวกัน ควรจะคำนึงถึงวิธีการที่จะนำมาใช้ในการปรับเปลี่ยนระบบเดิมที่มีอยู่ด้วยว่าจะก่อให้เกิดผลเสียต่อตลาดเงินและตลาดทุนภายในประเทศหรือไม่อย่างไร และเป็นเรื่องยากสำหรับองค์กรระหว่างประเทศอย่าง IASC ที่จะสนองความต้องการของประเทศสมาชิกทุกประเทศได้ในเวลาเดียวกัน เนื่องจากความแตกต่างของแต่ละประเทศเป็นข้อจำกัดที่สำคัญ ดังนั้น ความร่วมมือกันระหว่างประเทศจึงนับเป็นความสำคัญที่สุดที่จะทำให้การกระทำดังกล่าวบรรลุผลสำเร็จได้[43]

ผู้เขียนเห็นว่าในระยะแรกความพยายามที่จะทำให้แต่ละประเทศจัดทำบัญชีในมาตรฐานเดียวกันนั้นอาจจะไม่ประสบผลสำเร็จมากนัก เพราะแต่ละประเทศยังคงยึดติดอยู่กับกฎเกณฑ์และมาตรฐานภายในประเทศของตน และแนวทางที่จะช่วยแก้ไขปัญหาเรื่อง

---

[42] Joel P. Trachman, "Accounting standards and trade discipline : Irreconcitable difference," Journal of World Trade 31 (December 1997) : 75.

[43] "Efficiency in multinational securities offering : How to promote international harmonization of accounting standards," paper presented at the 19th annual conference of International Organization of Securities Commissions, Tokyo, Japan, 19 October 1997.

ความแตกต่างทางด้านกฎระเบียบระหว่างประเทศนั้นต้องอาศัยหลักสามประการ[44] คือ การยอมรับร่วมกัน (mutual recognition) การประนีประนอมกันทางการบัญชี (reconciliation of accounts) และการทำให้เกิดความเป็นอันหนึ่งอันเดียวกันระหว่างประเทศ (harmonization) และในอนาคตถ้าการจัดทำระบบบัญชี งบการเงิน และการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทประสบความสำเร็จ จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและความน่าเชื่อถือของตลาดทุนทั่วโลก นอกจากนั้นอีกประเด็นหนึ่งที่ควรพิจารณาคือ การปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนต่างชาติ เพราะแนวโน้มของตลาดจะมีความเป็นสากลและมีความเชื่อมโยงกันระหว่างประเทศมากขึ้น การจัดทำระบบบัญชีให้เป็นมาตรฐานเดียวกันนั้นนับเป็นนโยบายหนึ่งที่จะทำให้นักลงทุนได้รับประโยชน์มากขึ้นในอนาคต

นอกจากเรื่องมาตรฐานการบัญชีที่องค์กรต่าง ๆ ข้างต้นหรือหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ คระกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IASC) คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (FASB) กำหนดขึ้นแล้ว ก็ได้มีความพยายามกำหนดกฎเกณฑ์ที่เป็นมาตรฐานขึ้น เพื่อแก้ไขข้อขัดข้องในเรื่องทางเทคนิคอื่น ๆ อีก ซึ่งจะได้กล่าวถึงดังต่อไปนี้

<u>หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการยอมรับเอกสารของบริษัทซึ่งได้ผ่านการยอมรับมาแล้วจากตลาดหลักทรัพย์อื่น</u>

การจัดทำเอกสารประกอบการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ก็เป็นอีกแนวความคิดหนึ่งขององค์กร IOSCO ที่จะกำหนดกฎเกณฑ์ในการจัดทำในแต่ละประเทศให้มีความสอดคล้องกัน ในปัจจุบันถ้าบริษัทใดบริษัทหนึ่งต้องการยื่นคำขอให้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศใดประเทศหนึ่งหรือหลายประเทศ จะต้องจัดทำเอกสารประกอบการยื่นคำขอให้ให้รับหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่แต่ละประเทศกำหนด ซึ่งทำให้เสียค่าใช้จ่ายและเสียเวลามากขึ้น องค์กร IOSCO จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะให้บริษัทสามารถใช้เอกสารฉบับเดียวและสามารถใช้เป็นเอกสารประกอบการขออนุญาตในการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศได้โดยไม่ต้องจัดทำเอกสารหลายฉบับ ใน

---

[44] Ibid.

การนี้ในเดือนสิงหาคม ปี 1997 ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ได้เสนอหลักเกณฑ์การกำหนดข้อมูลเพื่อเปิดเผยสารสนเทศในเอกสารประกอบการยื่นคำขอ ซึ่งรายละเอียดของข้อมูลให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ภายในที่แต่ละตลาดหลักทรัพย์กำหนดขึ้น ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ดังกล่าวจะได้รับการพิจารณาโดยองค์กร IOSCO ต่อไป[45]

ความร่วมมือระหว่างองค์กรในเรื่องข้อมูลที่เกี่ยวกับการกระทำความผิด

ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1987 ได้มีการพัฒนาความร่วมมือระหว่างองค์กรกำกับดูแลทางด้านหลักทรัพย์ตลอดจนแนวทางเกี่ยวกับมาตรการความร่วมมือในกรณีฉุกเฉินระหว่างสมาชิกของ IOSCO ตัวอย่างของความร่วมมือดังกล่าว ได้แก่ การยอมรับข้อมติต่าง ๆ[46] กล่าวคือ

องค์กร IOSCO โดย The Presidents Committee* เสนอ "Resolution on Enforcement Power" และ Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation"

---

[45] Bryan Carsberg, "The role and future plans of the International Accounting Standards Committee," paper presented at the 22nd annual conference of the International Organization of Securities Commissions, Taipei, Taiwan, 6 November 1997.

[46] "Final Communique of 22nd annual conference of the International Organization of Securities Commissions," paper presented at the 22nd annual conference of the International of Securities Commissions, Taipei, Taiwan, 6 November 1997.

* The Presidents Committee เป็นคณะกรรมการที่มีอำนาจสูงสุดใน IOSCO ในการที่จะดำเนินการใด ๆ เพื่อที่จะให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร โดยคณะกรรมการดังกล่าวจะจัดให้มีการประชุมประจำปีเพื่อให้สมาชิกได้มาแลกเปลี่ยนความคิดเห็นในเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ระหว่างกัน

โดยข้อมติอันแรกบัญญัติให้องค์กรที่ดูแลและมีอำนาจออกกฎระเบียบเกี่ยวกับหลักทรัพย์แต่ละองค์กรควรที่จะสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการลงโทษผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์และกฎหมายต่าง ๆ ที่อาจจะมีขึ้นในอนาคต นอกจากนั้นข้อมูลดังกล่าวเหล่านี้ก็ควรที่จะได้รับการเผยแพร่ไปยังองค์กรต่ง ๆ ที่เป็นสมาชิกของ IOSCO ด้วยอย่างทั่วถึง

การยอมรับข้อมติดังกล่าวนี้จะมีส่วนช่วยปรับปรุงและพัฒนากฎระเบียบเกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั่วโลกให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น กล่าวคือ เป็นการสร้างความมั่นใจได้ว่าสมาชิกของ IOSCO ทั่วโลกได้พยายามที่จะให้มีความร่วมมืออันดีต่อกันและเชื่อมโยงข้อมูลข่าวสารอันเกี่ยวกับการกระทำความผิดในเรื่องหลักทรัพย์เป็นอันหนึ่งอันเดียวกันนั่นเอง

สำหรับข้อมติอันที่สองรับแนวทางมาจาก "Resolution on Commitment to Basic IOSCO Principles on Mutual Assistance and Regulatory Standards" ซึ่งมีการยอมรับไปเมื่อปี ค.ศ. 1994

แม้จะปรากฏว่ามีหลายองค์กรซึ่งเป็นสมาชิก IOSCO ให้การยอมรับและสนับสนุนแนวคิดในการให้ความร่วมมือระหว่างองค์กรกำกับดูแลด้วยกันตามข้อมติดังกล่าวก็ตาม แต่ปรากฏว่าในทางปฏิบัติ การให้ความร่วมมือในเรื่องการสนับสนุนขององค์กรที่กำกับดูแลในแต่ละประเทศในด้านการเชื่อมโยงข้อมูลข่าวสารกลับไม่ค่อยประสบผลสำเร็จมากนัก ทั้งนี้ ด้วยเหตุผลหลายประการดังนี้

1. การรวบรวมข้อมูลไม่สามารถกระทำได้เนื่องจากมีแหล่งข้อมูลที่จำกัดทำให้องค์กรกำกับดูแลทางด้านหลักทรัพย์ไม่สามารถรวบรวมข้อมูลตามที่ต้องการได้

2. องค์กรกำกับดูแลทางด้านหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศมิได้ให้ความร่วมมือในด้านข้อมูลข่าวสารในทุก ๆ เรื่อง ทั้งนี้ เนื่องจากองค์กรดังกล่าวอาจมองว่าเป็นสิทธิโดยชอบธรรมของตนที่จะสงวนสิทธิในการจัดส่งข้อมูลให้แก่องค์กรในต่างประเทศก็เป็นได้

เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าวข้างต้น The Presidents Committee จึงได้ออกข้อมติอันใหม่ออกมาเรียกว่า "Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws"

สาระสำคัญของข้อมติอันใหม่นี้กล่าวถึง อำนาจหน้าที่ของหน่วยงานของสมาชิก IOSCO แต่ละหน่วยงานที่สามารถร้องขอข้อมูลของบุคคลผู้ซึ่งมีผลประโยชน์อย่างแท้จริงหรืออำนาจในการควบคุมบริษัทจดทะเบียน นอกจากนั้นยังกล่าวถึงการเสนอให้สมาชิกของ IOSCO กำหนดกรอบในทางกฎหมายของตนเกี่ยวกับอำนาจในการดำเนินการร่วมกัน และช่วยเหลือกันในด้านข้อมูลข่าวสาร ตลอดจนถึงการประสานงานกับหน่วยงานราชการภายในของแต่ละประเทศ ทั้งนี้ เพื่อค้นหาอุปสรรคต่าง ๆ และแนวทางในการแก้ไขอุปสรรคดังกล่าว[47]

2.6.3 <u>รูปแบบของแนวทางในการแก้ไขข้อขัดข้องอันเกิดจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติ</u>

การกำหนดหลักเกณฑ์ที่เหมาะสมและมีประสิทธิภาพจะช่วยให้การจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติสามารถดำเนินไปได้อย่างราบรื่น อันจะส่งผลให้ตลาดทุนของแต่ละประเทศมีการพัฒนามากขึ้นกว่าเดิม ดังนั้น ในการระดมทุนของบริษัทต่าง ๆ ในตลาดทุนของประเทศใดประเทศหนึ่งนั้น รูปแบบและแนวทางในการทำให้กฎหมายภายในกับกฎหมายของต่างประเทศมีความสอดคล้องไปในแนวทางเดียวกัน เพื่อรองรับกับปัญหาข้อขัดข้องที่จะต้องเกิดขึ้นร่วมกันในอนาคตจึงเป็นสิ่งสำคัญ รูปแบบของแนวทางในการแก้ไขข้อขัดข้องอันเกิดจากการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติอาจพิจารณาได้ดังนี้

---

[47] "Final communique of the 22nd annual conference of the International Organization of Securities Commissions," paper presented at the 22nd annual conference of the International of Securities Commissions, Taipei, Taiwan, 6 November 1997.

ก) การกำหนดกฎหมายภายในให้มีความเสมอภาคกันระหว่างบริษัทจดทะเบียนภายในประเทศและบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศ[48]

การกำหนดกรอบทางกฎหมายของประเทศมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งที่จะทำให้ตลาดทุนได้รับการพัฒนาและประสบความสำเร็จ โดยกรอบทางกฎหมายดังกล่าวทำหน้าที่ในการควบคุมกลไกของตลาดทุน กล่าวคือกำหนดสิทธิ และหน้าที่ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ลงทุน แต่ทั้งนี้ ปัญหาที่มักจะเกิดขึ้นในกรณีของการกำหนดกรอบทางกฎหมาย คือ กฎเกณฑ์ภายในที่กำกับดูแลตลาดทุนอาจจะมีการเลือกปฏิบัติระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ภายในประเทศกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต่างประเทศ เมื่อกฎเกณฑ์ของแต่ละประเทศมีการเลือกปฏิบัติที่แตกต่างกันจึงก่อให้เกิดปัญหาในเรื่องของการตัดสินใจของบริษัทต่างประเทศที่จะนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียน ดังนั้น การกำหนดหลักเกณฑ์ที่มีข้อจำกัดน้อย ๆ ในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนข้ามชาติหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำหนดหลักเกณฑ์ให้มีความเสมอภาคกันระหว่างบริษัทจดทะเบียนภายในประเทศและบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่ช่วยส่งเสริมให้บริษัทต่างประเทศยื่นคำขอจดทะเบียนในประเทศนั้น ๆ มากยิ่งขึ้น

ข) ความพยายามในการทำให้กฎหมายมีความเป็นเอกภาพ[49]

การกำหนดกฎหมายของทุกประเทศให้มีความเป็นเอกภาพจะช่วยควบคุมปัญหาที่เกิดจากการทำธุรกรรมข้ามชาติ ซึ่งการทำกฎหมายให้เป็นเอกภาพ (uniform laws) นี้ถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่จะทำให้กฎเกณฑ์ของแต่ละประเทศสามารถบังคับใช้กับธุรกรรมซึ่งมีผลกระทบกับผลประโยชน์ของรัฐมากกว่า 1 รัฐ เพื่อที่จะทำให้กฎหมายเป็นเอก

---

[48] Gunnar Schuster, "Extraterritoriality of securities laws : An economic analysis of jurisdictional conflicts," Law and Policy International Business 26 : 173.

[49] Peter Willis, "International harmonization of securities law : Australia's response," Journal of Financial Regulation and Compliance 2 (1994) : 194-195.

ภาพ รัฐมักจะใช้วิธีการอยู่ 2 รูปแบบ[50] คือ การทำข้อตกลงทวิภาคีหรือพหุภาคี (bilateral or multilateral agreement) และกฎหมายตัวอย่าง (model law)

1) การทำข้อตกลงทวิภาคีหรือพหุภาคี (bilateral or multilateral agreements)

การทำความตกลงทวิภาคีหรือพหุภาคีอาจเป็นการทำข้อตกลงระหว่างรัฐกับรัฐ ระหว่างรัฐกับหน่วยงานของรัฐอื่น ระหว่างหน่วยงานของรัฐอื่นด้วยกัน หรือระหว่างหน่วยงานอื่นกับองค์กรส่วนบุคคล เช่น ตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการทอนอำนาจลงมา เห็นได้ชัดว่าความตกลงที่เป็นทางการจะบรรลุวัตถุประสงค์ได้ยากเนื่องจากไม่มีความยืดหยุ่น การทำข้อตกลงดังกล่าวจะมีผลผูกพันตามหลักกฎหมายระหว่างประเทศ ซึ่งในทางปฏิบัติประสบความสำเร็จได้ยาก ดังนั้น กฎเกณฑ์ทางด้านหลักทรัพย์ระหว่างประเทศจึงเป็นการทดลองขั้นพื้นฐานซึ่งเป็นทางเลือกของการให้ความร่วมมือรูปแบบหนึ่งในการที่จะทำให้กฎหมายหลักทรัพย์เป็นกฎหมายระหว่างประเทศ[51]

ในปัจจุบัน ข้อตกลงลักษณะดังกล่าวแทบจะไม่เกิดขึ้นเว้นแต่ประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรป และความร่วมมือระหว่างประเทศอเมริกาและแคนาดาที่มีระบบการเปิดเผยข้อมูลร่วมกันที่เรียกว่า "The U.S.-Canadian Multijurisdictional Disclosure System" กล่าวคือ กรณีที่บริษัทออกหลักทรัพย์แคนาดาต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในอเมริกา ก็สามารถยื่นเอกสารที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลตามเกณฑ์ในประเทศแคนาดาต่อ SEC ในขณะเดียวกัน SEC ของแคนาดาจะยอมรับเอกสารที่ได้รับการอนุมัติจาก SEC อเมริกาในกรณีที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อเมริกาต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ในแคนาดาด้วยเช่นกัน

---

[50] พันธุ์ทิพย์ กาญจนะจิตรา สายสุนทร, "ทำไมจึงมีความจำเป็นที่จะต้องทำให้กฎหมายการค้าระหว่างประเทศเป็นเอกภาพ?," บทบัณฑิตย์ 46 (มีนาคม 2533) : 105-106.

[51] Gunnar Schuster, "Extraterritoriality of securities laws : An economic analysis of jurisdictional conflicts," Law and Policy International Business 26 : 170.

ข้อดีของการทำความตกลงในรูปแบบนี้ ก็คือได้รับการยอมรับในฐานะที่เป็นกฎหมายระหว่างประเทศ รัฐที่มีพันธกรณีตามสัญญาจะต้องเคารพกฎหมายเอกภาพ การละเมิดข้อกำหนดของกฎหมายเอกภาพถือว่าผิดสัญญาเป็นเหตุให้รัฐอื่น ๆ ซึ่งเป็นภาคีของอนุสัญญามีสิทธิเรียกร้องให้รัฐผู้ผิดสัญญามีความรับผิดระหว่างประเทศ นิติสัมพันธ์ประเภทนี้จึงอยู่ภายใต้กฎหมายพิเศษที่คำนึงถึงลักษณะพิเศษของการค้าระหว่างประเทศ มิใช่อยู่ภายใต้กฎหมายแพ่งที่ใช้บังคับต่อนิติสัมพันธ์ที่มีลักษณะภายใน

อย่างไรก็ดี การทำความตกลงในรูปแบบนี้ก็มีข้อเสียอยู่บางประการ กล่าวคือ การที่จะทำให้อนุสัญญามีผลภายในรัฐหนึ่ง ๆ จะต้องนำอนุสัญญาไปผ่านขั้นตอนของรัฐสภาเพื่อออกกฎหมายมาอนุวรรตการตามพันธสัญญาระหว่างประเทศ ซึ่งขั้นตอนดังกล่าวใช้เวลามาก

2) <u>กฎหมายตัวอย่าง</u> (model law)

การทำกฎหมายตัวอย่างเป็นอีกรูปแบบหนึ่งของการทำกฎหมายในเรื่องหลักทรัพย์ให้มีความเป็นเอกภาพและให้มีความเป็นมาตรฐานเดียวกัน โดยรูปแบบของกฎหมายตัวอย่างนั้น จะมีลักษณะของข้อตกลงที่เป็นมาตรฐานทั่วไปซึ่งจะเป็นรูปแบบที่องค์กรของประเทศใด ๆ อาจนำมาใช้กับข้อตกลงที่ตนเองจะได้ทำขึ้นมา

<u>ข้อดีและข้อเสียของการทำกฎหมายตัวอย่าง</u> อาจพิจารณาได้ดังนี้

<u>ข้อดี</u> คือ รัฐอาจไม่ออกกฎหมายภายในในรูปแบบเดียวกับกฎหมายตัวอย่าง รัฐมีเสรีภาพที่จะเปลี่ยนใจไม่ปฏิบัติตามกฎหมายตัวอย่างเมื่อใดก็ได้

<u>ข้อเสีย</u> คือ กฎหมายเอกภาพนั้นไม่มีผลเป็นกฎหมายด้วยตัวเอง

อนึ่ง นอกเหนือจากรูปแบบของการทำให้กฎหมายมีความเป็นเอกภาพใน 2 รูปแบบดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น ยังมีความตกลงระหว่างประเทศอื่น ๆ เช่น การทำบันทึกความเข้าใจ (memoranda of understanding หรือ MOU) ซึ่งคู่สัญญาจะทำข้อตกลงในผลประโยชน์ร่วมกัน เช่น การทำบันทึกข้อตกลงในการแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างผู้ออกกฎเกณฑ์ทางด้านหลักทรัพย์ การดำเนินการดังกล่าวจะมีผลให้แต่ละประเทศได้แก้ไข

กฎเกณฑ์ของแต่ละประเทศ นอกจากนั้น ยังอาจทำข้อตกลงในส่วนของการบัญญัติให้เป็นงานกำกับดูแลทางด้านหลักทรัพย์ของประเทศตนใช้อำนาจในการสืบสวนการละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์ของต่างประเทศได้ ตัวอย่างเช่น บันทึกความตกลงที่เรียกว่า "Australian Agreement on International Securities Cooperation" หรือ MOU Australian

---

โดยปกติแล้วในแต่ละ MOU จะเป็นการต่อรองในเรื่องความร่วมมือในกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการกำหนดโทษบริษัท การสืบสวนสอบสวนการกระทำความผิดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ การให้ความช่วยเหลือและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศ ซึ่งมีการลงนามโดยเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง วัตถุประสงค์ของแต่ละ MOU ต้องการที่จะคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งใน MOU จะกำหนดกรอบของความร่วมมือระหว่างเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง อย่างไรก็ดี MOU ไม่มีผลผูกพันทางกฎหมายแต่อย่างใด ดังนั้น จึงไม่สามารถกำหนดสิทธิที่จะบังคับกับบุคคลที่สามได้ หรือไม่สามารถทำให้กฎหมายภายในของประเทศต่าง ๆ ลดอำนาจลงได้

ลักษณะโดยทั่วไปของ MOU จะกำหนดถึง

1) การซื้อขายวงใน การปั่นหุ้น การฉ้อโกงอื่น ๆ

2) บทกำหนดโทษตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการซื้อขาย

3) การจัดการและการให้คำแนะนำในหลักทรัพย์

4) ใบอนุญาตในการเป็นสมาชิกที่สามารถเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Participants)

5) การเปิดเผยสารสนเทศของบริษัท

6) หน้าที่ของผู้ออกหลักทรัพย์ในการเปิดเผยสารสนเทศเต็มรูปแบบและเปิดเผยอย่างเที่ยงธรรม

7) กฎเกณฑ์ทางด้านหลักทรัพย์ในส่วนของการละเมิดของบริษัท

ในแต่ละ MOU จะให้ความช่วยเหลือโดยเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง เช่น คณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบุคคลดังกล่าวจะดำเนินการโดยใช้ดุลยพินิจในหลักของความยืดหยุ่นเพื่อที่จะยอมรับคำร้องขอ อย่างไรก็ตาม คำร้องขออาจถูกปฏิเสธได้ถ้าหากขัดแย้งกับกฎหมายภายในของประเทศที่ถูกร้องขอ

อย่างไรก็ดี หลาย ๆ ประเทศมีความพยายามที่จะทำให้กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องทางด้านหลักทรัพย์สอดคล้องกัน เช่น กฎเกณฑ์การรับหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถกระทำได้โดยพิจารณานโยบายตลาดทุนของประเทศที่มีลักษณะของตลาดทุนที่ใกล้เคียงกันโดยอาศัยหลักต่างตอบแทนซึ่งอาจจะเริ่มจากการยอมรับหนังสือชี้ชวน (listing prospectuses) ก่อน

ปัจจุบัน มีเพียงสมาพันธ์องค์กรกำกับธุรกิจหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) เท่านั้นที่มีการจัดประชุมเพื่อแสดงความคิดเห็นเกี่ยวกับเขตอำนาจของหน่วยงานที่กำกับดูแลด้านหลักทรัพย์ของแต่ละชาติในการตัดสินใจที่จะเกิดผลผูกพันในแต่ละรัฐ โดยหมวด 1 (1) แห่งข้อบังคับของ IOSCO* กำหนดว่า IOSCO เป็นองค์กรที่จัดหาเวทีในการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นและการให้ความร่วมมือซึ่งกันและกัน และให้สมาชิกแลกเปลี่ยนข้อมูลเพื่อนำไปพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพ รวมทั้งให้ความร่วมมือระหว่างกันในการบังคับให้เป็นไปตามกฎเกณฑ์และการทำให้กฎเกณฑ์ทั้งหลายเป็นมาตรฐานที่สามารถใช้ร่วมกัน[52]

กล่าวโดยสรุป ในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ข้ามชาติในตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศจะพบว่าปัญหาที่ผู้ออกกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลหลักทรัพย์ภายในประเทศไม่ว่าจะเป็นสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือตลาดหลักทรัพย์ก็ดีต้องเผชิญ ก็คือ ความขัดแย้งทางเขตอำนาจศาล ซึ่งต่างประเทศมักจะใช้การทำความตกลงทวิภาคีหรือพหุภาคี โดยเป็นการทำความตกลงที่จะให้ความช่วยเหลือระหว่างประเทศคู่สัญญา เมื่อเกิดการกระทำความผิดตามกฎหมายอาญา อย่างไรก็ดี การทำความตกลงเป็นการทำสัญญาระหว่างรัฐ โดยผ่านกระทรวงการต่างประเทศ เป็นการทำความ

---

* Part 1 (1) of By-Laws of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), as of October 1993 provides for a "forum for discussions and cooperation" and endeavors" to emble members to exchange information with as view to developing securities markets and improving their efficiency, to coordinating the enforcement of securities legislation and to implementing common standards." IOSCO By Laws, PT 1 (1) (1993)

[52] Ibid., pp.192-194.

ตกลงที่เป็นทางการไม่มีความยืดหยุ่น ดังนั้น จึงได้มีการพัฒนาเป็นการทำบันทึกความตกลง หรือ MOU ขึ้นเพื่อรองรับแทนการทำความตกลงดังกล่าว และการทำ MOU เป็นการให้ความร่วมมือระหว่างคู่สัญญา ซึ่ง MOU จะเป็นสิ่งที่ช่วยแก้ปัญหาระยะยาวที่เกี่ยวกับการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในกรณีที่มีองค์ประกอบระหว่างประเทศ นอกจากนั้นยังมีบทบาทที่สำคัญในการทำให้กฎหมายหลักทรัพย์มีความสอดคล้องกันในที่สุดด้วย