



1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากการที่ได้มีการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนขึ้นในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องโดยถือว่าเป็นแผนหลักประการหนึ่งของแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติที่ผ่านมา เพื่อที่จะให้เกิดการนำเงินออมของประชาชนเข้ามาเป็นปัจจัยในการพัฒนาในภาคอุตสาหกรรมและธุรกิจ โดยผ่านทางตลาดทุน และเพื่อตอบสนองนโยบายดังกล่าวได้มีการแก้ไขตัวบทกฎหมายต่าง ๆ ให้สอดคล้องและเอื้ออำนวยให้สัมฤทธิ์ผลตามวัตถุประสงค์ โดยสามารถแบ่งลักษณะของกฎหมายดังกล่าวได้เป็นสองลักษณะอันได้แก่ การส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาโดยตรงเช่น การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีอากร หรือการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 เป็นต้น และลักษณะที่สองคือการให้ความคุ้มครองแก่ประชาชนในการลงทุนดังกล่าว เนื่องจากการลงทุนในตลาดทุนนั้นแตกต่างจากการลงทุนโดยตรง ซึ่งผู้ลงทุนและเจ้าของกิจการมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด และมีอำนาจในการต่อรองที่เท่าเทียมกัน โดยที่กฎหมายในลักษณะที่สองนี้ ได้บัญญัติขึ้นภายใต้เงื่อนไขและลักษณะที่เป็นการเฉพาะของตลาดทุน กล่าวคือ ในทางทฤษฎีแล้วตลาดทุนที่แท้จริงจะต้องมีลักษณะเป็นตลาดเสรี (Free Market) มากกว่าตลาดซื้อขายสินค้าประเภทอื่น เนื่องจากลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกัน ดังนั้นขอบเขตของการแทรกแซงของรัฐ จึงมีเงื่อนไขค่อนข้างจำกัด ซึ่งสามารถแบ่งลักษณะกฎหมายเหล่านี้ได้เป็น สามลักษณะ อันได้แก่ หลักกฎหมายเกี่ยวกับการควบคุมการประกอบธุรกิจ หลักกฎหมายเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล และหลักกฎหมายเกี่ยวกับการป้องกันและปราบปรามการกระทำการฉ้อฉลหลอกลวง ซึ่งรวมถึงการสร้างราคา (Manipulation) ด้วย ดังจะเห็นหลักกฎหมายดังกล่าวปรากฏอยู่ในกฎหมายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 กฎหมายควบคุมการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และฉบับปัจจุบันคือพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นต้น และจากการบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับการป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลและสร้างราคาที่เกิดขึ้นก่อให้เกิดผลกระทบต่อการลงทุน

ทุนค่อนข้างมาก ซึ่งปัญหาดังกล่าวหากวิเคราะห์จากตัวบทกฎหมายเกี่ยวกับลักษณะการกระทำ และโทษในกฎหมายสารบัญญัติแล้ว จะพบว่า มีความไม่สอดคล้องระหว่างลักษณะการกระทำผิดและโทษ ตลอดจนการบังคับใช้ ซึ่งแยกพิจารณาออกเป็น 2 กรณี อันได้แก่ ในส่วนที่เกี่ยวกับการกระทำ การถือจลนการเปิดเผยข้อมูล ตามมาตรา 238 239 และ 240 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งได้บัญญัติไว้ค่อนข้างกว้างขวาง และมีเนื้อหาที่ไม่สอดคล้อง กับหลักทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดทุน นอกจากนี้ยังมีการกำหนดองค์ประกอบการกระทำผิดที่ขึ้นอยู่กับ ความเข้าใจของบุคคลอื่นมากกว่าเจตนาของผู้กระทำ จึงก่อให้เกิดความไม่ชัดเจนถึงสิ่งที่กฎหมาย ต้องการลงโทษ ผลร้ายของกฎหมายลักษณะนี้เกิดขึ้นในสองลักษณะ คือ หนึ่งทำให้การส่งเสริมและ พัฒนาตลาดทุนของรัฐหยุดชะงัก เนื่องจากผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องและผู้ลงทุนหยุดหรือชะลอกิจกรรม ต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการระดมทุน หรือการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อรอดูแนวทางในการ บังคับใช้กฎหมายของรัฐเพื่อให้ทราบถึงการกระทำที่รัฐประสงค์จะเอาผิด (ซึ่งพิจารณาจากตัวบท กฎหมายแล้วอาจแตกต่างจากการกระทำที่เป็นความผิด) ซึ่งรัฐเองในแง่ของผู้ใช้กฎหมาย ถึงแม้ ว่ากฎหมายจะกำหนดลักษณะการกระทำผิดไว้กว้าง ๆ ง่ายต่อการบังคับใช้ก็ตาม แต่ในแง่ของการ ลงโทษอาญาซึ่งมีผลเป็นการริตรอนสิทธิเสรีภาพของบุคคล ก็ต้องมีความชอบธรรมในการลงโทษนั้น ด้วย ผลก็คือ รัฐไม่ลงโทษการกระทำที่ผิดกฎหมายทุกกรณี แต่จะลงโทษเฉพาะกรณีที่มีผลกระทบ ร้ายแรงต่อสาธารณชนเท่านั้น อันก่อให้เกิดผลร้ายประการที่สองนั่นคือ เมื่อแนวทางและนโยบาย การบังคับใช้ที่ไม่แน่นอน ย่อมทำให้เกิดความไม่เกรงกลัวต่อกฎหมาย ถึงแม้ว่าจะกำหนดโทษไว้ ค่อนข้างสูงก็ตาม

ปัญหาในกรณีที่สองคือ ในส่วนที่เกี่ยวกับการถือจลนและสร้างราคาซื้อขายตาม มาตรา 243 และมาตรา 244 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่ง ตัวบทกฎหมาย ตลอดจนแนวทางการบังคับใช้กฎหมายดังกล่าวของรัฐไม่ชัดเจนว่า การกระทำเช่น ไรเป็นความผิด ตลอดจนความแตกต่างระหว่างการแก๊งก์กับการสร้างราคาผิดกฎหมาย ซึ่ง จะเห็นว่า หากพิจารณาจากตัวบทกฎหมายสิ่งที่จะทำให้เกิดการกระทำเป็นความผิดคือ เจตนาของผู้

กระทำ ซึ่งเป็นเรื่องอัตตวิสัยและพิสุจน์ยาก เว้นแต่การกระทำที่เข้าข้อสันนิษฐานที่มีข้อสันนิษฐาน เจตนาตามกฎหมายและ เนื่องจากการคาดคะเนคดีต้องอาศัยพยานหลักฐานเป็นจำนวนมาก ดังนั้นจึง ไม่ปรากฏแนวทางในเรื่องนี้ที่ชัดเจน และการบังคับใช้กฎหมายที่ไม่ชัดเจนนี้ก่อให้เกิดผลในทาง ตรงกันข้ามกับวัตถุประสงค์ของกฎหมาย อันจะเห็นได้จากภาวะที่ขบเขำของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ ชะลอตัวลงเรื่อย ๆ เพื่อรอแนวทางที่ชัดเจนในเรื่องดังกล่าว

รอยที่แท้จริงแล้วหลักกฎหมายในเรื่องดังกล่าวนี้ได้รับแนวความคิดมาจากกฎหมายต่าง ประเทศทั้งสิ้น ดังนั้นในการวิเคราะห์ปัญหาต่าง ๆ จึงจำเป็นต้องทำการศึกษาถึง เหตุผลที่มา ตลอดจนแนวความคิดทฤษฎีของหลักกฎหมายในเรื่อง การก่อผลและสร้างราคาของต่างประเทศ เพื่อนำมาวิเคราะห์ เพื่อหาแนวทางที่จะแก้ไขกฎหมายในส่วนสารบัญญัติให้สอดคล้องกับโรทที่บัญญัติ ไว้อย่างมากเพื่อผลในการก่อให้เกิดการระงับยับยั้ง (Deterrence) อันหมายถึงประสิทธิภาพในการ บังคับใช้กฎหมายในแง่ของการกำหนดบทสัสดาน (Norm) ที่แน่นอน

## 2. วัตถุประสงค์และขอบเขตของการวิจัย

จากปัญหาและสภาพปัญหาที่เกิดขึ้น จะเห็นได้จากสภาวะการลงทุน และการซื้อขาย หลักทรัพย์ที่เลวร้ายลงเรื่อย ๆ สมควรที่จะมีการศึกษาและวิจัยถึงหลักกฎหมายและแนวทางที่แท้จริงของกฎหมายในเรื่องนี้ โดยวิทยานิพนธ์นี้มุ่งเน้นในการศึกษาถึงแนวคิดทฤษฎี ตลอดจนเหตุผล และที่มาของกฎหมายเกี่ยวกับการก่อผลและสร้างราคาหลักทรัพย์ เพื่อปูพื้นฐานและทำความเข้าใจกับลักษณะของการกระทำเพื่อนำมาปรับปรุงกฎหมายสารบัญญัติที่เป็นอยู่ในปัจจุบันเพื่อให้สอดคล้อง กับกลไกการบังคับใช้กฎหมายในแง่สับัญญัติและการลงโทษ โดยศึกษาจากกฎหมายของประเทศ สหรัฐอเมริกา ซึ่งถือเป็นแม่แบบของกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และนำหลักกฎหมายไทย มาวิเคราะห์เปรียบเทียบให้เห็นความแตกต่าง อันจะเป็นประโยชน์ต่อการทำความเข้าใจในประเด็น ปัญหาต่าง ๆ เพื่อหาแนวทางที่ถูกต้องในเรื่องดังกล่าว ดังมีขอบเขตการวิจัยโดยสรุปดังนี้

## 2.1 แนวความคิดและทฤษฎีที่เป็นพื้นฐานของการห้ามการกระทำการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์

เพื่อให้ทราบแนวความคิด และที่มาของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์ตลอดจนข้อจำกัดในการบัญญัติกฎหมายในเรื่องนี้ เพื่อให้ทราบที่มาและเป้าหมายของการกระทำที่กฎหมายประสงค์จะลงโทษ ซึ่งจะแบ่งการศึกษาค้นคว้าออกเป็นสองส่วน กล่าวคือ ศึกษาในแง่แนวความคิดและข้อพิจารณาในทางธุรกิจ กับศึกษาในแง่ของประวัติศาสตร์ถึงที่มาและเหตุผลของการบัญญัติกฎหมาย เพื่อปูพื้นฐานในประเด็นปัญหาที่จะทำการวิเคราะห์

## 2.2 การศึกษาวิจัยถึงกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาของประเทศสหรัฐอเมริกา

จะเป็นการศึกษาจากตัวบทกฎหมายอันได้แก่ Securities Act 1933 และ Securities Exchange Act 1934 หลักกฎหมายการฉ้อฉล (Fraud) ในระบบ Common Law เฉพาะส่วนที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลอดจน Rule และ Regulation ของ SEC ของประเทศสหรัฐอเมริกาในเรื่องนี้ และแนวทางในการพัฒนาหลักกฎหมายดังกล่าว

## 2.3 การศึกษาวิจัยถึงกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาของประเทศไทย

จะเป็นการศึกษาวิวัฒนาการของกฎหมายในเรื่องดังกล่าวและวิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนผลกระทบอันเกิดจากการบังคับใช้กฎหมายและเสนอให้เห็นถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการบังคับใช้กฎหมาย ตลอดจนทิศทางการพัฒนากฎหมายในเรื่องดังกล่าว และนำไปวิเคราะห์เปรียบเทียบกับผลของการศึกษาในข้อ 2.2 เพื่อชี้ประเด็นปัญหา ตลอดจนหาแนวทางในการแก้ไขปัญหาดังกล่าว



### 3. แนวความคิดและทฤษฎีที่จะนำมาใช้ในการวิจัย

ในการวิจัยนี้ ผู้เขียนจะได้นำหลักการของทฤษฎีในทางธุรกิจและในทางกฎหมายมา วิเคราะห์ เพื่อวิเคราะห์ถึงหลักการของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาในการซื้อขาย หลักทรัพย์ในประเทศไทยว่า ควรมีหลักการและลักษณะการกระทำอย่างไร โดยมีแนวทางของ ทฤษฎีที่จะได้นำมาใช้ มีดังนี้คือ

#### 3.1 ทฤษฎีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Capital Market Theory)

หลักการในทฤษฎีนี้ถือเป็นพื้นฐานของกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น ก่อนที่จะเข้าสู่กฎเกณฑ์ในส่วนอื่น ๆ จึงจำเป็นต้องทำความเข้าใจในทฤษฎีดังกล่าวอัน จะเป็นเสมือนขอบเขต ข้อจำกัดและเป้าหมายในการบัญญัติกฎหมายในเรื่องนี้ กล่าวคือ ทฤษฎี ที่ว่านี้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่ดีและมีประสิทธิภาพที่แท้จริงนั้นราคาจะต้องเคลื่อนไหวไปตามข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่

#### 3.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับหลักกฎหมายที่ห้ามการกระทำการฉ้อฉล (Fraud)

หลักกฎหมายนี้ถือเป็นพื้นฐาน และเป็นที่มาของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและ สร้างราคาหลักทรัพย์ จึงจำเป็นต้องใช้เพื่อทำความเข้าใจถึงสิ่งที่กฎหมายต้องการปกป้องคุ้มครองตลอดจนพัฒนาการของกฎหมายดังกล่าวในส่วนที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์

#### 3.3 หลักกฎหมายในการคุ้มครองประชาชนและประโยชน์สาธารณะ

เนื่องจากเป็นเหตุผลที่รัฐต้องเข้ามาแทรกแซงเอกชนในการติดต่อกัน ในทาง ธุรกิจและการปฏิบัติต่อกัน และเป็นเหตุผลของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์

### 3.4 ทฤษฎีการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Doctrine)

เป็น หลักการที่เป็นกลางและนำมาใช้ในการป้องกันการกระทำการฉ้อฉลและสร้างราคา และเป็นข้อต่อสู้ของผู้กระทำผิดได้ภายใต้ข้อจำกัดบางประการ

#### 4. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

4.1 เพื่อให้เกิดความรู้ความเข้าใจถึง ทฤษฎีทางกฎหมายที่เป็นพื้นฐานของความคิดเกี่ยวกับการสร้างราคาและการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ เพื่อประโยชน์ในการทราบแนวทางการพัฒนาหลักกฎหมายในเรื่องดังกล่าวไปในทางที่ถูกต้องและสอดคล้องกับสภาวะ เศรษฐกิจ และสังคมของประเทศไทย

4.2 เพื่อแก้ไขปรับปรุงบทกฎหมายซึ่งเป็นอยู่ในปัจจุบันโดยมุ่งเน้น เกี่ยวกับขอบเขตของการกระทำ ตลอดจนประสิทธิภาพของตัวบทกฎหมายและสภาพบังคับใช้ของกฎหมาย (Law and Enforcement) เพื่อให้นักกฎหมายและบทลงโทษมีความศักดิ์สิทธิ์ และได้ผลตามวัตถุประสงค์ของการลงโทษ

---

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย