

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากที่ได้วิเคราะห์ถึงองค์ประกอบความคิดเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย จะเห็นได้ว่า ด้วยสาเหตุที่ความคิดนี้เป็นเรื่องค่อนข้างใหม่ในประเทศไทย และเป็นการนำเอาหลักกฎหมายของต่างประเทศ ต่างระบบกฎหมายมาซึ่งบังคับ และเนื่องจากระบบกฎหมาย Common Law มีที่มาของกฎหมาย (Source of Law) จากหลายแหล่งด้วยกัน ทั้งในตัวของกฎหมาย (Act) คำพิพากษาของศาล และหลักความเป็นธรรม (Equity) ดังนั้น การที่จะนำหลักกฎหมายของระบบกฎหมาย Common Law มาซึ่งจึงต้องนำมาทั้งหมดทั้งหลักการและทุกแหล่งที่มา ตลอดจนแนวทางการบังคับใช้ ซึ่งจะเห็นได้ว่า หลักกฎหมายในเรื่องการฉ้อฉล (Fraud) ในระบบ Common Law ที่เป็นรากฐานของกฎหมายในเรื่องดังกล่าว มีลักษณะของการกระทำที่เป็นอาชญากรรมที่เกี่ยวข้องกับความไม่ซื่อสัตย์ (Crime of Dishonesty)¹ เป็นการรบกวนลักษณะเช่นเดียวกับการฉ้อโกง โดยในแง่ของรูปแบบการกระทำการหลอกลวงนั้น ส่วนใหญ่จะเกิดจากการแสดงออก (Representation) ในลักษณะของการให้ข้อความ อย่างไรก็ตาม ไม่จำเป็นว่า การหลอกลวงจะกระทำได้โดยวิธีการให้ข้อความเพียงอย่างเดียว การแสดงออกโดยประการอื่นที่อยู่ในลักษณะของสื่อความหมายในรูปแบบอื่นด้วยเจตนาหลอกลวง ก็อยู่ในขอบเขตของการกระทำการฉ้อฉล (Fraud) ได้เช่นเดียวกัน หากวิเคราะห์ให้ชัดเจนแล้ว สิ่งที่กฎหมายถือ เป็นอาชญากรรมคือ เจตนาที่จะหลอกลวงผู้อื่น (Intent to Defraud) แต่เมื่อนำหลักกฎหมายดังกล่าวมาปรับใช้เกี่ยวกับการกระทำและการเปิดเผยข้อมูลในธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากลักษณะ

¹ Leonard H. Leigh, "Securities Regulation : A Problem in Relation to Sanction" Consumer and Corporate Affairs, Proposal For a Securities Market Law in Canada, (1980), p. 520.

ของทรัพย์สินประเภทหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับข้อมูลข่าวสารค่อนข้างมาก และธรรมเนียมวิธีการของการซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้ผู้กระทำสามารถซ่อนเร้นเจตนาหลอกลวงได้โดยง่าย ดังนั้นการพัฒนาของกฎหมายฉ้อฉลและสร้างราคาเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ จึงมีการพัฒนาองค์ประกอบให้เอื้ออำนวยแก่การพิสูจน์เจตนาของผู้กระทำ โดยที่ที่มาของกฎหมายที่พัฒนาขึ้นนั้นมิได้ปรากฏอย่างชัดเจนในตัวบทกฎหมายทั้งใน Securities Act 1933 หรือ Securities Exchange Act 1934 แต่อยู่ในรูปของแนวคำพิพากษาของศาลตลอดจนแนวทางการดำเนินการทางการบริหาร (Administrative Proceeding) และการออกกฎเกณฑ์ในเรื่องดังกล่าวของ SEC ที่สภาองเกรสของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ให้อำนาจไว้เนื่องจากเห็นว่า ขอบเขตของการกระทำการฉ้อฉลและสร้างราคาเกี่ยวกับหลักทรัพย์กว้างขวางมาก ดังนั้นการกำหนดการกระทำเป็นการเฉพาะย่อมเปิดโอกาสให้ผู้กระทำหาช่องทางหลีกเลี่ยงได้ง่าย จึงมอบหมายให้ SEC เป็นผู้ออกกฎเกณฑ์เพื่อกำหนดว่า การกระทำใดเข้าข่ายการฉ้อฉลหลอกลวง ซึ่งถือเป็นที่มาของกฎหมายในเรื่องนี้อีกประการหนึ่ง ในขณะที่หากพิจารณาพัฒนาการของกฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทย จะเห็นได้ว่าพื้นฐานและความจำเป็นของการออกกฎหมาย เกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เกิดขึ้นจากความต้องการพัฒนาตลาดทุน ดังนั้นในระยะแรกของกฎหมายจึงไม่ได้มีการให้ความสำคัญการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์เท่าใดนัก ทั้ง ๆ ที่เป็นวัตถุประสงค์หลักของกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ แต่เหตุการณ์ราชาเงินทุนคงเป็นเครื่องบ่งชี้ได้ว่า ปัญหาการฉ้อฉลและสร้างราคาเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ต้องมีการออกกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพราะในประเทศสหรัฐอเมริกาแม้ว่ากฎหมายในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลหรือระบบการอนุญาตประกอบธุรกิจทั้งหลายต่างเกิดขึ้น เพื่อป้องกันปัญหาการฉ้อฉลและการบังคับใช้กฎหมายในเรื่องดังกล่าว แต่แนวทางพัฒนาการของกฎหมายในเรื่องดังกล่าวของประเทศไทย มิได้ให้ความสำคัญกับเรื่องดังกล่าวเท่าที่ควร และกฎหมายในเรื่องดังกล่าวในปัจจุบันกลับมิได้เน้นในเรื่องของเจตนาหลอกลวงของผู้กระทำ แต่กลับเน้นอยู่ที่ความรู้สึกรู้สึกหรือผลกระทบของการกระทำ ซึ่งอาจเป็นเพราะหลักกฎหมายดังกล่าวเป็นเรื่องค่อนข้างใหม่สำหรับประเทศไทย จึงไม่มีแนวทางพัฒนาการทางประวัติศาสตร์และระบบกฎหมายให้ศึกษาเพื่อนำมาปรับปรุงกฎหมาย ซึ่งผลของกฎหมายในลักษณะ

ที่เป็นอยู่ในปัจจุบันนี้ ประกอบกับที่ยังไม่มีแนวทางการดำเนินการบังคับใช้กฎหมายอย่างแน่นอน จึงอาจทำให้เกิดความสับสนว่า การกระทำเช่นไรเป็นความคิด ทำให้เกิดความไม่แน่นอนของกฎหมาย อันจะก่อให้เกิดผลเสียอันแรงของกฎหมายไม่เคารพกฎหมาย นอกจากนี้หากเปรียบเทียบกับแนวทางของกฎหมายของสหรัฐอเมริกาในเรื่องนี้ จะเน้นการทำให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนโดยการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ รวดเร็ว เพื่อให้กฎหมายสอดคล้องกับแนวความคิดของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นการซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลข่าวสาร เพราะยังเป็นการก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรในเชิงเศรษฐศาสตร์ด้วย แต่กฎหมายไทยที่เกี่ยวกับการจัดและสร้างราคาในลักษณะของการเปิดเผยข้อมูลในมาตรา 238- 240 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้น ตามความเห็นของผู้เขียนจากศึกษาและวิเคราะห์ในบทที่ที่ผ่านมาทั้งหมด ควรมีการแก้ไขปรับปรุงในสองประเด็นคือ แก้ไขให้เกิดความชัดเจนและครอบคลุมถึงลักษณะการกระทำจัดโดยทั่วไป เพื่อให้เกิดผลอันแรงของความเข้าใจของประชาชนในกรอบกติกาที่สามารถทำได้ และประสิทธิภาพในการบังคับใช้ และประเด็นที่สองคือให้สอดคล้องกับหลักการเปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้

การจัดและสร้างราคาโดยการเปิดเผยข้อมูลและโดยประการอื่น

1) มาตรา 238 ซึ่งถือเป็นมาตราหลักของการจัดและสร้างราคาในลักษณะของการเปิดเผยข้อมูล มีประเด็นที่ควรจะแก้ไขดังนี้

(1) ผู้กระทำผิด จะเห็นว่า การจำกัดตัวบุคคลที่กระทำผิดไว้ค่อนข้างจำกัดนี้ ทำให้เกิดการหลีกเลี่ยงกฎหมายโดยอาศัย บุคคลภายนอกเป็นผู้กระทำแทน และโดยเนื้อหาของความผิดนี้ คือการหลอกลวงเอาเปรียบผู้อื่น ซึ่งบุคคลใดก็ตามที่มีเจตนาเช่นนั้นควรได้รับโทษ ถึงแม้ว่าบุคคลที่บัญญัติไว้ในกฎหมายอาจมีโอกาสที่จะกระทำผิดมากกว่าผู้อื่น แต่มิได้หมายความว่า ถ้าผู้อื่นกระทำแล้วควรจะละเว้นให้ ดังนั้นในส่วนนี้จึงน่าจะกลับไปใช้ลักษณะของบทบัญญัติเช่นเดียวกับ มาตรา 42 ของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 (แก้ไขพ.ศ. 2527)

ซึ่งกำหนดว่า "ผู้ใดซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และ/หรือการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์" เพื่อให้เปิดช่องทางให้มีการตีความที่ยืดหยุ่นและขยายฐานของผู้ที่เข้าข่ายจะเป็นผู้กระทำความผิดขึ้น อันเป็นไปในลักษณะเช่นเดียวกับหลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และยังคงมีความหมายกว้างครอบคลุมถึงบุคคลต่าง ๆ ที่ระบุไว้ในมาตรา 238 นี้ ด้วย โดยกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ผู้รับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์ หรือบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผู้มีโอกาสที่จะกระทำความผิดและได้รับประโยชน์จากการกระทำความผิดมากกว่าผู้อื่น และถือว่าเป็นบุคคลที่ควรจะมีจริยธรรม และความรับผิดชอบตลอดจนความรู้มากกว่าผู้อื่น จึงควรรับโทษหนักขึ้นในลักษณะเดียวกับที่บัญญัติไว้ในมาตรา 42

(2) องค์ประกอบการกระทำ ตามที่ได้วิเคราะห์แล้วว่า รากเหง้าของการกระทำการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ คือ การหลอกลวงเพื่อเอาเปรียบผู้อื่นทางทรัพย์สิน องค์ประกอบการกระทำซึ่งกำหนดไว้เพียง การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ หรือข้อความใดโดยเจตนาให้ผู้อื่นสำคัญคตินั้น เป็นลักษณะการกระทำเพียงแบบหนึ่งของการฉ้อฉลหลอกลวงเท่านั้น การกระทำอีกลักษณะหนึ่งซึ่งมีความสำคัญและเป็นลักษณะของการฉ้อฉลอีกประการหนึ่ง คือ การงดเว้นหรือปกปิดข้อความที่เป็นสาระสำคัญ ที่เมื่อพิจารณาจากสภาวะในขณะนั้น หรือหน้าที่ของผู้นั้น ควรต้องเปิดเผยเพื่อมิให้บุคคลอื่นหลงผิด (to omit to state material fact necessary in order to make the statement, in the light of circumstances under they were made, not misleading) นอกจากพิจารณาจากการอนุমানเจตนาให้ผู้อื่นสำคัญคตินั้น กรณีของการพูดเท็จจริงเท็จแล้วรวมถึงการปกปิดหรืองดเว้นการให้ข้อเท็จจริง ซึ่งพิจารณาจากฐานะและการแสดงออกโดยปกติธุระในการประกอบธุรกิจของบุคคลเช่นว่า ควรจะเปิดเผยให้ครบถ้วน เช่น ที่ปรึกษาทางการลงทุน และบรรดาผู้ประกอบอาชีพในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพื่อสร้างแนวทางการบังคับใช้กฎหมายในลักษณะที่จะก่อให้เกิดมาตรฐานของบุคคลากรในธุรกิจนี้ในแง่ของระดับของจรรยาบรรณของการประกอบอาชีพที่มีความแน่นอน (Moral Certainty) และสูงกว่าที่เป็นอยู่ อันจะเป็นการแก้ปัญหาทางด้านจรรยาบรรณของบริการหลักทรัพย์ที่มีปัญหาอยู่ ณปัจจุบันได้ทางหนึ่ง

นอกจากนี้ควรจะให้มีบทบัญญัติในลักษณะ Catch All เกี่ยวกับการกระทำดังกล่าว เพื่อช่วยให้ออบเชตขององค์ประกอบของกฎหมายมีกว้างขวางกว่าเพียงการบอกกล่าวข้อความ ซึ่ง จะเห็นได้ว่าในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2517 มาตรา 21(2) ก่อนการแก้ไขได้มีการ กำหนดบทบัญญัติในลักษณะนี้อันได้แก่ การกระทำโดยเจตนาทุจริตในการซื้อหรือการขายหลักทรัพย์ ซึ่งความหมายคำว่า "ทุจริต" ตามประมวลกฎหมายอาญา หมายถึงการแสวงหาประโยชน์อันมิควร ได้โดยชอบด้วยกฎหมายแก่ตนเองหรือผู้อื่น ซึ่งมีความหมายค่อนข้างแคบและมีปัญหาว่าเป็น ประโยชน์ที่ผู้กระทำได้รับนั้น เป็นประโยชน์โดยชอบด้วยกฎหมายหรือไม่ ดังนั้น จึงควรจะมีการแก้ไขข้อความตาม มาตรา 21(2) ดังกล่าว โดยกำหนดให้การกระทำใด ๆ โดยเจตนา ในการแสวงหาประโยชน์ในลักษณะเป็นการเอาเปรียบบุคคลอื่น ๆ ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยเปิดโอกาสให้ศาลเป็นผู้พิจารณาว่า การกระทำในลักษณะใดที่พอจะอนุมานได้ว่า ผู้กระทำมี เจตนาหลอกลวงเพื่อเอาเปรียบบุคคลอื่น ๆ โดยถือว่าการกระทำดังกล่าวข้างต้น อยู่ในข่ายของ การฉ้อฉล

(3) องค์ประกอบการกระทำอื่น ๆ

ลักษณะของข้อเท็จจริงที่กำหนดไว้ตามมาตรานี้ มุ่งโดยตรงแต่เฉพาะข้อมูลพื้นฐาน ของบริษัท หรือนิติบุคคลที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือหลักทรัพย์ที่ซื้อขายใน ศูนย์ซื้อขายทรัพย์ ซึ่งตามกฎหมาย ลักษณะของข้อมูลไม่น่าจะเป็นตัวจำกัดการกระทำหลอกลวง เพียงแต่ถ้าข้อมูลนั้นเป็นข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหรือการตัดสินใจในการซื้อ ขาย หรือถือหลักทรัพย์นั้นไว้ (Material Fact) ซึ่งกฎหมายไทยก็รับเอาหลักเกณฑ์ดังกล่าวมา ใช้แล้วในมาตรา 241 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เกี่ยวกับการซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลภายใน (Insider Trading) อันถือว่าอยู่ในลักษณะเดียวกับของ การฉ้อฉลดังนั้น นอกเหนือจากข้อมูลทางพื้นฐานดังกล่าวแล้ว ยังน่าจะรวมถึงข้อมูลที่เป็นสาระ สำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ด้วย

(4) องค์ประกอบภายในของการกระทำ การกระทำตามมาตรา 238 นี้เป็นการกระทำความคิดอาญา ดังนั้นจะต้องประกอบด้วยองค์ประกอบภายในของการกระทำ ซึ่งตามประมวลกฎหมายอาญาของไทยมาตรา 59 ได้แก่ การกระทำโดยเจตนา และการกระทำโดยประมาทเลินเล่อ แต่ความคิดตามมาตรา 238 นี้ มิได้บัญญัติให้ครอบคลุมถึงการกระทำผิดเนื่องจากความประมาทไว้ ซึ่งในเรื่องดังกล่าวกฎหมายของสหรัฐอเมริกาได้ขยายความองค์ประกอบภายในของผู้กระทำที่กว้างขวางขึ้น โดยรวมไปถึง ความรู้หรือไม่รู้ถึงความเท็จของข้อเท็จจริงที่เกิดจากความประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง (Reckless Disregard of Truth) ทั้งนี้เนื่องจากความยากลำบากในการพิสูจน์เจตนาของผู้กระทำ ซึ่งมักยกข้ออ้างในเรื่องความไม่รู้ข้อเท็จจริงอันเป็นองค์ประกอบความคิด แต่อย่างไรก็ตามดังที่ได้กล่าวแล้วว่าขอบเขตของการกระทำโดยประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงในระบบ Common Law นั้น มีลักษณะใกล้เคียงกับเจตนาโดยเล็งเห็นผลในระบบ Civil Law กล่าวคือเป็น การกระทำประมาทโดยจงใจ (Conscious Negligence) ซึ่งผู้กระทำมีเจตนาอยู่บ้าง ในขณะที่แนวความคิดเกี่ยวกับการประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง หรือการประมาทโดยจงใจตามประมวลกฎหมายอาญาของไทยมิได้มีบัญญัติไว้แต่เดิม ซึ่งโดยทางปฏิบัติได้มีการขยายขอบเขตของเจตนาเล็งเห็นผลครอบคลุมไว้แล้ว ซึ่งการนำเอาหลักเกณฑ์ของการประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงในเรื่องนี้มาใช้ อาจก่อให้เกิดปัญหาในแง่ของแนวความคิดและระบบกฎหมายอันจะทำให้กฎหมายคลุมเครือลง และมีปัญหาในการตีความมากกว่าการปล่อยให้มันเป็นดุลพินิจของศาลในการอนุมานเจตนาเล็งเห็นผลของผู้กระทำต่อไป

2) มาตรา 239 ลักษณะของการกระทำผิดไม่ปรากฏลักษณะของการฉ้อฉลหลอกลวง ทั้งนี้เพราะมิได้ระบุว่าชาวหรือข้อเท็จจริงใดอันอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้น หรือลดลงนั้น จะต้องเป็นข่าวเท็จ เพราะหากเป็นข่าวเท็จจะเข้าลักษณะการกระทำตามมาตรา 238 หรือมาตรา 240 อยู่แล้ว ดังนั้น จึงหมายถึงการแจ้งข่าวและข้อเท็จจริงที่เป็นจริงและลักษณะของข้อเท็จจริงดังกล่าวอาจจะทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้น หรือลดลง ซึ่งหากพิจารณาตามลักษณะของข่าวต่าง ๆ ที่ปรากฏและผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

ที่จะเคลื่อนสูงขึ้นหรือลดลงนั้นมีขอบเขตและความหมายค่อนข้างกว้าง เช่น ชาวที่ว่าพลตรีจำลอง จะอดข้าวประท้วงเพื่อให้นายกรัฐมนตรีลาออก ชาวที่ว่านายกรัฐมนตรีจะปรับคณะรัฐมนตรี หรือ ชาวที่เฉพาะเจาะจงในอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เช่น การที่สหรัฐอเมริกาจะใช้มาตรา 301 แก่กับสินค้าประเภทสิ่งทอของไทย ส่วนแต่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และจึงอาจทำให้บุคคลเข้าใจว่าราคาหลักทรัพย์ใด จะมีราคาสูงขึ้นและลดลงได้ ซึ่งจะสังเกตได้จากภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผ่านมา และจะเห็นได้ว่า บรรดาข่าวเหล่านี้ไม่ได้ดูอย่างง่ายที่จะต้องการแจ้งแก่ตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น ทั้งนี้เพราะข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้เพียงแต่ ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ที่มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนเมื่อเกิดกรณีใด ๆ ที่มีหรือจะมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์ หรือการตัดสินใจในการลงทุน หรือต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์จดทะเบียนของบริษัท ซึ่งจะต้องแจ้งภายในเวลา 16.00 น. ของวันที่เกิดกรณีดังกล่าวหรือ ในกรณีของบริษัทมีเหตุสุดวิสัยไม่อาจปฏิบัติตามได้ก็ให้รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ไม่ช้ากว่า 10.00 น. ของวันทำการถัดไป ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบลักษณะของข่าวและประเภทของผู้กระทำผิดตามมาตรานี้ การกระทำผิดตามมาตรานี้จึงค่อนข้างกว้างขวาง เมื่อเปรียบเทียบกับข้อยกเว้นตามมาตรานี้ที่ค่อนข้างแคบมาก กล่าวคือ จะต้องเป็นข่าวที่ได้แจ้งไว้กับตลาดหลักทรัพย์แล้ว จึงจะแพร่ข่าวดังกล่าวได้ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังกล่าว จะเห็นว่า การที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องการที่จะให้มีการเปิดเผยข้อมูลให้รวดเร็ว และทันต่อสถานการณ์ ซึ่งการไม่ปฏิบัติตามอาจถูกขึ้นเครื่องหมาย "NP" (Notice Pending) หรือหยุดการซื้อขาย "SP" (Suspense) ก็เพื่อให้นักลงทุนได้ทราบข้อมูลเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจโดยเร็วและทันต่อเหตุการณ์ ในขณะที่เมื่อมีการกำหนดความผิดตามมาตรานี้หากมีการเปิดเผยข้อมูลก่อนหน้านั้น อาจถูกโทษจำคุกหรือปรับไม่น้อยกว่าสามเท่าของผลประโยชน์ที่ได้รับ ยอมดูเหมือนว่าจะเป็นแรงจูงใจให้ปกปิดข้อมูลดังกล่าว หรือทำให้ข้อมูลไปถึงนักลงทุนช้าลง ซึ่งเป็นการขัดกับหลักการของกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่มีแนวความคิดพื้นฐานอยู่บนหลักการของตลาดแข่งขันเสรีและการแทรกแซง โดยข้อกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลดังที่ได้

กล่าวไว้ว่าบทที่ 1 ดังนั้น มาตรการนี้จึงเป็นมาตรการที่เกินมาจากความจำเป็น และก่อให้เกิดผลเสีย ต่อวงการธุรกิจหลักทรัพย์มากกว่าผลดี จึงสมควรตัดทิ้งเสียทั้งมาตรา ส่วนตลาดหลักทรัพย์ต้อง การจะให้ผู้มีหน้าที่ที่ต้องเปิดเผยข้อมูลแจ้งให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ทราบ ก่อนการเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวถือว่าเป็นการกำหนดการกระทำความผิดทางด้านการบริหาร (Administrative Offence) เท่านั้น ก็ควรจะพิจารณาถึงความจำเป็นของกฎหมายในลักษณะดังกล่าว ประกอบกับเหตุผลต่าง ๆ ที่ได้แสดงมาข้างต้นให้

3) มาตรา 240 ตามที่ได้วิเคราะห์มาข้างต้นว่า มาตรการนี้มีฐานของผู้กระทำความผิด และขอบเขตการกระทำความผิดที่กว้างขวางเกินไป โดยคำนึงถึงความรู้สึก ความเข้าใจของบุคคลอื่น มากกว่า เจตนาของผู้กระทำ ซึ่งขัดกับลักษณะของหลักกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล หลอกลวงซึ่ง แตกต่างจากความสำคัญผิด นอกจากนี้ตามที่ได้เสนอให้มีการแก้ไขมาตรา 238 ซึ่งมีลักษณะเป็น บทบัญญัติทั่วไปเกี่ยวกับการป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉล (General Anti - Fraud Provision) แล้วจึงเสนอแนะให้ยกเลิกมาตรานี้เช่นเดียวกับมาตรา 239

4) ข้อเสนอแนะอื่น ๆ

(1) ด้วยเหตุที่ลักษณะการกระทำเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคามีลักษณะ การกระทำที่เปลี่ยนแปลงและไม่มีรูปแบบที่ชัดเจน การกำหนดกฎหมายในลักษณะทั่วไปและครอบคลุม Catch All เช่นใน มาตรา 21 (2) ของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2517 ก่อนการแก้ไขในปี 2527 นั้น จึงเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อการพัฒนาขึ้นเป็นรูปธรรม แต่ที่ต้องอาศัย ศาลที่จะตีความอนุมานเจตนาว่าการกระทำเช่นใด จึงเข้าลักษณะการกระทำโดยเจตนาที่จะ แสวงหาประโยชน์ในลักษณะที่เป็นการเอาเปรียบบุคคลอื่น ซึ่งกระบวนการในการดำเนินคดีอาญา ในความคิดลักษณะนี้ ต้องอาศัยเวลาและพยานหลักฐานเป็นจำนวนมาก ในขณะที่ในความเป็นจริงทางธุรกิจผลเสียหายที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจของชาติและประโยชน์ของนักลงทุนเกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว

เร็ว ดังนั้นจึงควรจะมีบทบัญญัติให้อำนาจคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นผู้มีอำนาจในการกำหนดว่าการกระทำในลักษณะใดที่จะเข้าลักษณะการกระทำดังกล่าว เนื่องจากเป็นองค์การที่กำกับดูแลตลาดทุนโดยตรง จึงเป็นผู้มีความรู้ความเข้าใจในเรื่องดังกล่าวนี้ดีกว่าผู้อื่น โดยในการกำหนดอาจจะใช้วิธีการ Public Hearing ก่อนออกกฎเกณฑ์ เช่นเดียวกับพระราชบัญญัติผังเมือง พ.ศ. 2518 เพื่อประโยชน์ในแง่ของความชอบธรรมและความรวดเร็วในการออกกฎเกณฑ์ และเป็นการประชาสัมพันธ์ถึงจุดยืนของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในเรื่องดังกล่าว เช่นเดียวกับการออกกฎเกณฑ์ของ SEC ของสหรัฐอเมริกา

(2) ส่วนที่สำคัญ และน่าจะมีการขยายความเพิ่มเติมเกี่ยวกับมาตรฐานในการแสดงความคิดเห็น (Opinion) การคาดคะเน (Prediction) หรือ การแนะนำ (Recommendation) ซึ่งมักจะเกิดขึ้นในธุรกิจหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง บริษัทหลักทรัพย์ที่มักจะรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่แสดงความคิดเห็นเกี่ยวกับหลักทรัพย์ และเผยแพร่ความคิดเห็นดังกล่าวที่โดยลักษณะของข้อความไม่อาจบอกได้ว่าเป็นจริงหรือเท็จ เนื่องจากเป็นความเห็นส่วนตัวของผู้กระทำ ซึ่งกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ขยายขอบเขตของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาให้ครอบคลุมถึงส่วนนี้ได้ด้วย โดยอาศัยเหตุผลในแง่ของการแสดงออกของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์โดยรวมว่า ได้แขวนป้าย (Hanging his shingle) แห่งความเชื่อถือโดยแสดงออกแก่บุคคลทั่วไป ถึงมาตรฐานในความน่าเชื่อถือของการวิเคราะห์และให้ความคิดเห็นดังนั้นในกรณีการให้ความเห็น เช่นว่าจะต้องมีพื้นฐานการวิเคราะห์และการศึกษาจากข้อเท็จจริงทั้งในแง่ปริมาณและคุณภาพที่มีอยู่ให้ครบถ้วนด้วย ดังนั้น การบอกกล่าวข้อความในลักษณะความเห็นโดยปราศจากข้อมูลที่มีอยู่และเหตุผลตามสมควร (Reasonable Basis) ย่อมถือได้ว่า ผู้กระทำได้กระทำการในความหมายของการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ด้วย โดยเสนอให้แก่มาตรา 297 เกี่ยวกับความคิดของนักวิเคราะห์โดยให้รวมถึงการแสดงความคิดเห็น ผลการวิเคราะห์ และคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนและการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยปราศจากข้อมูลและเหตุผลสนับสนุนที่เพียงพอ และเมื่อพิจารณาจากลักษณะการกระทำแล้วอาจทำให้ผู้อื่นสำคัญผิด เว้นแต่ จะได้แสดงไว้อย่างชัดเจนในการกระทำดังกล่าวถึงรายละเอียดของข้อมูลที่ใช้นในการกระทำและรายละเอียดที่ผู้

กระทำไม่รู้ ตลอดจนข้อจำกัดต่าง ๆ เพื่อป้องกันมิให้ผู้อื่นสำคัญผิด ซึ่งตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว บุคคลที่ควรจะมีการแสดงความคิดเห็น การวิเคราะห์ต่าง ๆ จะต้องเป็นบุคคลที่โดยการประกอบธุรกิจของตนแสดงออกต่อสาธารณชนถึงความน่าเชื่อถือของความเห็นของตนเช่น นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker-Dealer) หรือที่ปรึกษาการลงทุน หรือผู้แนะนำการลงทุน (Investment Advisory) ตลอดจนผู้สอบบัญชี ทนายความ เป็นต้น ส่วนการแสดงความเห็นของบุคคลอื่น ๆ ย่อมอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ทั่วไปในเรื่องการฉ้อฉล และการกระทำผิดในมาตรา 297 ควรจะเกิดขึ้นจากการแสดงผล แดงหรือเผยแพร่ผลของการวิเคราะห์ที่มิใช่การวิเคราะห์

การฉ้อฉลและการสร้างราคาโดยการซื้อขาย

ความคิดในการกระทำการฉ้อฉลและสร้างราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้น ลักษณะของการใช้บังคับกฎหมายที่ปรากฏอยู่นั้น อาจทำให้ประชาชนและผู้ลงทุนไม่อาจแบ่งแยกการเท็จที่ไรออกจากการสร้างราคาที่ผิดกฎหมายได้ ซึ่งโดยลักษณะของบทบัญญัติของกฎหมายได้ระบุหลักเกณฑ์และแนวทางส่วนใหญ่อสอดคล้องกับหลักสากล แต่เนื่องจากลักษณะการกระทำความคิดตามกฎหมาย มีความยากลำบากในการหาพยานหลักฐานทั้งนี้ เพราะสิ่งที่กฎหมายถือเป็นความผิดคือเจตนาของผู้กระทำมิใช่การกระทำ ดังนั้นกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาตามแนวบรรทัดฐานของคำพิพากษาของศาล และแนวทางการบังคับใช้ทางด้านการบริหาร (Administrative Proceeding) ของ SEC ได้มีการกำหนดข้อสันนิษฐานในทางกฎหมายหลายประการด้วยกันเพื่อกำหนดมาตรฐานการพิสูจน์ เพื่อเป็นการลดภาระค่าใช้จ่ายในการสืบสวนและค้นหาพยานหลักฐาน โดยหลักการการพิสูจน์ไปให้แก่ผู้กระทำความคิด ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางกฎหมายของไทย ที่ปรากฏในร่างพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2527) แต่เป็นที่น่าเสียดายที่ในชั้นการตรวจร่างกฎหมายของคณะกรรมการกฤษฎีกาด้วยความไม่ชัดเจนของข้อสันนิษฐาน ในการพิสูจน์ข้อเท็จจริงทางภาววิสัยที่น่าไปสู่ข้อสันนิษฐานเจตนา

ทำให้แนวทางในเรื่องดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไป จากการหลักการพิสูจน์เป็นข้อยกเว้นของการกระทำ ซึ่งตามความคิดเห็นของผู้เขียนจากการศึกษาวิเคราะห์เปรียบเทียบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา กับกฎหมายไทย มีข้อเสนอแนะในเรื่องดังกล่าวดังต่อไปนี้

1) มาตรา 243 องค์ประกอบการกระทำตามมาตรา 243 นี้ อยู่บนหลักการเดียวกับ มาตรา 9 ของ Securities Exchange Act 1934 ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือเป็น ต้นแบบของหลักกฎหมายที่นานาประเทศนำมาบัญญัติไว้ในกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ ประเด็นสำคัญที่ทำให้การกระทำเป็นความผิด และเป็นเครื่องแบ่งแยกการซื้อขายที่ถูกกฎหมายและการซื้อขายที่ผิดกฎหมาย คือ ตามมาตรา 243 (1) เป็นการซื้อขายเพื่อทำให้บุคคลทั่วไปหลงผิดในภาวะการซื้อขาย และในมาตรา 243 (2) คือ การกระทำเพื่อวัตถุประสงค์ในการชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขาย จะเห็นได้ว่ามาตรา 243 (1) นั้นมีลักษณะการกระทำที่อยู่ในขอบข่ายของการกระทำการฉ้อฉล กล่าวคือ เป็นการอาศัยตลาดหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการหลอกลวงบุคคลอื่น ซึ่งตามวิวัฒนาการของหลักกฎหมายในเรื่องดังกล่าวนี้มีต้นกำเนิดมาจากหลักกฎหมายการฉ้อฉล (Fraud) ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ดังนั้นส่วนที่เกิดขึ้นใหม่ และถือเป็นบทบัญญัติในเรื่องการสร้างราคาที่สูงขึ้นจากลักษณะพื้นฐานของการฉ้อฉลหลอกลวง คือ มาตรา 243 (2) ซึ่งบัญญัติไว้ตรงกับมาตรา 9 (a)(2) ของ Securities Exchange Act 1934 แตกต่างกันตรงที่ของประเทศไทยได้กำหนดข้อยกเว้นว่าวันกรณีที่เป็น การกระทำโดยสุจริตเพื่อปกป้องผลประโยชน์อันชอบธรรมของตน ซึ่งตามที่ได้วิเคราะห์ถึงที่มาของกฎหมายดังกล่าวไว้บนบทที่ 3 เป็นส่วนที่ควรจะต้องออกเนื่องจากเป็นเรื่องของการหลักการพิสูจน์ มิใช่การยกเว้นเหมือนเหตุยกเว้นความผิดตามกฎหมายอาญา เช่น การป้องกันโดยชอบด้วยกฎหมาย ทั้งนี้เพราะหากพิสูจน์ได้ว่า ผู้กระทำกระทำครบองค์ประกอบความผิดทั้งภายนอกภายในแล้ว ถึงแม้ว่าผู้กระทำจะกล่าวอ้างว่าเป็นการกระทำที่สุจริตลงมิได้

ความยุ่งยากของการพิสูจน์องค์ประกอบภายในของมาตรา 243 (2) ซึ่งถือเป็นบทบัญญัติประเภท Catch All ของความผิดฐานนี้ ทำให้ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการพัฒนา

ข้อสันนิษฐานของกฎหมายที่ไม่ได้เดิซขาด (Prima Facies Case) และ Rule 10b 6 ขึ้น เพื่อลดภาระการพิสูจน์องค์ประกอบภายในของการกระทำ และผลักรภาระพิสูจน์ในเรื่องดังกล่าวไปยังผู้ถูกกล่าวหา กล่าวคือ ในกรณีที่ผู้กระทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่องอันเป็นผลทำให้การซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นคิดไปจากสภาพปกติ หากพนักงานอัยการพิสูจน์ได้ว่า ผู้กระทำดังกล่าว มีผลประโยชน์ได้เสียเป็นเงินจำนวนมาก จากผลของการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่คิดไปจากสภาพปกติที่ตนได้ถือขึ้นดังกล่าว หรือผู้กระทำได้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นโดยอาศัยประโยชน์จากการกระทำของตนดังกล่าว ให้สันนิษฐานว่าผู้กระทำกระทำเพื่อที่จะชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการอุปมานเจตนาและข้อสันนิษฐานทางกฎหมาย (Prima Facie Case) ของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ SEC และศาลของสหรัฐได้วางแนวทางไว้ ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ที่กฎหมายต้องการคุ้มครองประชาชน คือ ป้องกันจากการเอาเปรียบในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้อุบายหลอกลวง มีมาตรการป้องกันการเก็งกำไรมากเกินไป เพียงแต่ในการกำหนดบทบัญญัติตามกฎหมายไม่จำเป็นต้องกำหนดให้ผลของการกระทำ คือความเสียหายของประชาชนจากการเอาเปรียบดังกล่าวมาเป็นองค์ประกอบความผิดด้วย เพราะเพียงแต่การกระทำประกอบการเจตนาในการชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายก็เพียงพอแล้วที่จะลงโทษผู้กระทำ นอกจากนี้การกำหนดข้อสันนิษฐานของกฎหมายในลักษณะดังกล่าว จะทำให้ประชาชนสามารถเข้าใจถึงแนวความคิด และลักษณะของการกระทำ และสิ่งที่กฎหมายมุ่งประสงค์ที่จะลงโทษได้ดีขึ้น เพราะคงต้องยอมรับว่ากฎหมายในเรื่องนี้ค่อนข้างใหม่สำหรับประเทศไทยและจนถึงปัจจุบัน ยังไม่มีผู้กระทำผิดที่ถูกตัดสินลงโทษโดยศาล หรือแนวบรรทัดฐานที่จะนำมาวิเคราะห์ได้ และในการดำเนินการของทางราชการในปัญหาที่เกิดขึ้นแต่ละครั้ง เกิดปัญหาในแง่ของผลกระทบต่อเศรษฐกิจของชาติ เนื่องจากความตกใจและไม่เข้าใจในสิ่งที่เกิดขึ้นและจุดมุ่งหมายที่รัฐได้กระทำลง

ส่วนปัญหาที่ว่า การกำหนดข้อสันนิษฐานกฎหมายเพื่อผลักรภาระพิสูจน์ให้แก่ผู้ถูกกล่าวหาดังกล่าวจะเป็นการขัดหลักรัฐธรรมนูญ ในส่วนของข้อสันนิษฐานตามกฎหมายรัฐธรรมนูญเกี่ยว

กับความบริสุทธิ์จนกว่าจะพิสูจน์ได้ว่ากระทำผิดจะได้อธิบายรวมกันแล้วข้อต่อไปพร้อม ๆ กับข้อ
เสนอแนะเกี่ยวกับข้อสันนิษฐานตามมาตรา 244

2) มาตรา 244 ซึ่งเป็นข้อสันนิษฐานเจตนาของผู้กระทำตามมาตรา 243 (1)
โดยถือว่า การซื้อขายที่ใหม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของหรือผู้รับประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่เรียก
กันว่า Washed Sale และการซื้อขายหลักทรัพย์โดยการตกลงกันสิ่งซื้อขายในราคาปริมาณและ
เวลาใกล้เคียงกัน หรือที่เรียกว่า Matching Order ถือว่าเป็นการกระทำเพื่อเจตนาอำพราง
ให้ผู้อื่นหลงผิดจากการวิเคราะห์กฎหมาย และศึกษาความเป็นมาของการห้ามการกระทำดังกล่าว
ของประเทศสหรัฐอเมริกา จะเห็นได้ว่าโดยการกระทำการซื้อขายแบบ Washed Sale และ
Matching Order นั้น โดยลักษณะของการกระทำนั้นมีได้เป็นความคิดอยู่ส่วนตัว หรือแม้แต่
การร่วมกันซื้อขายก็ตาม การกระทำการซื้อขายแบบ Washed Sale และ Matching Order
จะเป็นความผิดก็ต่อเมื่อเป็นการกระทำเพื่อวัตถุประสงค์ในการสร้างสภาวะการซื้อขายให้ผิด หรือ
ทำให้บุคคลอื่นหลงผิด ดังที่ได้ระบุไว้ในมาตรา 9 (a)(1) ของ Securities Exchange
Act 1934 ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งโดยลักษณะการกระทำตามที่ระบุในมาตรา 244 (1)
และ (2) นี้ เกิดขึ้นเป็นปกติในการซื้อขายหลักทรัพย์ และแม้แต่ตลาดหลักทรัพย์เอง ยังอนุญาต
ให้กระทำได้ เช่น การซื้อขายโดยวิธีจับคู่ หรือการซื้อขายรายใหญ่ ซึ่งมักจะเป็นกรณีการตกลง
กันมาก่อน และเข้ามาทำการซื้อขายเพื่อการบันทึกโดยอาจมีเหตุผลอันแรงของความสะดวก และ
แน่นอน หรือเหตุผลทางภาษีอากร และก่อนหน้าที่จะมีการออกกฎหมายห้ามการนำหุ้นที่จัดจำ
หน่ายให้แก่ประชาชน โดยผู้ถือหุ้นของบริษัท (Secondary Distribution) มาทำการโอนกัน
ในวันแรกที่หุ้นเข้าตลาด เพื่อเหตุผลในการรับประโยชน์อันแรงของการยกเว้นภาษีกำไรส่วนทุน
(Capital Gain) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ดังนั้นการที่มาตรา 244
ได้บัญญัติว่ากรณีดังต่อไปนี้ ถือเป็นการอำพรางเพื่อทำให้บุคคลทั่วไปหลงผิด ตามมาตรา 243 (1)
โดยมิได้กำหนดข้อยกเว้นไว้เป็นลักษณะของข้อสันนิษฐานเด็ดขาด ซึ่งศาลไม่อาจรับฟังข้อเท็จจริง
เป็นประการอื่นได้ จึงเป็นสิ่งที่ควรจะต้องแก้ไข เนื่องจากลักษณะที่เป็นข้อสันนิษฐานเด็ดขาดไม่
เปิดโอกาสให้ผู้ความได้พิสูจน์หักล้างเป็นประการอื่นได้ของข้อสันนิษฐานดังกล่าวตามมาตรา 244

ซึ่งหมายความว่า หากผู้กล่าวหาพิสูจน์ได้ถึงลักษณะการกระทำตามมาตรา 244 แล้ว ในส่วนของการอาพรางและเจตนาพิเศษ กฎหมายได้ถือว่ามียุ่ ดังนั้นหากตีความเรื่อง "สภาพตลาดที่ผิดปกติ" เป็นเรื่องของผลของการกระทำ การซื้อขายรายใหญ่หรือซื้อขายโดยวิธีการจับคู่ ถึงแม้จะไม่ทำให้เกิดสภาพตลาดที่ผิดปกติ ก็ถือเป็นการพยายามกระทำความคิด ปัญหาว่า หากผู้กระทำได้มีการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งจะทำให้การกระทำนั้นไม่เป็นการอาพรางจะถือเป็นข้อต่อสู้ของผู้กระทำหรือไม่ จะเห็นได้จากถ้อยคำของมาตรา 244 ที่ว่า "ถ้าถือเป็นการอาพรางให้บุคคลทั่วไปหลงผิด" ซึ่งเป็นการสันนิษฐานถึงข้อเท็จจริง 2 ประการ คือ "การอาพราง" และ "เจตนาพิเศษ" ดังนั้นการยกข้อต่อสู้ว่าตนมิได้อาพรางโดยได้มีการเปิดเผยข้อมูลถูกต้องแล้ว น่าจะมีปัญหาว่า ศาลจะรับฟังข้อเท็จจริงเป็นอย่างอื่นได้หรือไม่ ในเมื่อกฎหมายถือว่ากรณีดังกล่าวเป็นการอาพราง ซึ่งหากศาลไม่สามารถรับฟังข้อเท็จจริงเป็นประการอื่นได้ แม้การกระทำตามมาตรา 244 ของผู้กระทำจะไม่ทำให้เกิดสภาพตลาดที่ผิดปกติ ผู้กระทำก็ยังคงต้องรับผิดชอบฐานพยายามกระทำความคิดอยู่ดี

นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าเหตุผลสำคัญที่สุดในการกำหนดข้อสันนิษฐานทางกฎหมายขึ้นก็คือ ความน่าจะเป็นได้ของข้อเท็จจริงที่เป็นปัญหา ข้อสันนิษฐานแทบทุกข้อกำหนดขึ้นเพราะผู้ร่างกฎหมายเห็นว่าเมื่อข้อเท็จจริงอันหนึ่งเกิดขึ้นแล้ว ภัยปกติธรรมดาที่มีความเป็นไปได้อย่างมากที่ข้อเท็จจริงอีกอันหนึ่งจะเกิดตาม และเนื่องจากการพิสูจน์ข้อเท็จจริงอันแรกอาจทำได้โดยรวดเร็ว และประหยัดกว่ากฎหมาย จึงยอมรับฟังข้อเท็จจริงอันหลังได้เมื่อได้พิสูจน์ข้อเท็จจริงอันแรกแล้ว² ส่วนเหตุผลอื่น ๆ ในแง่ของความสะดวกรวดเร็วในการพิจารณา หรือความได้เปรียบอย่างมากในการพิสูจน์ข้อเท็จจริง ซึ่งเป็นเรื่องภายในจิตใจ เป็นต้น จะเห็นได้ว่าตามที่ได้

² เข็มชัย ชุตินวงศ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะพยาน, (กรุงเทพฯ : บริษัทประยูรวงศ์ จำกัด, 2527), หน้า 47.

วิเคราะห์มาทั้งหมดน่าจะเป็นที่ยอมรับว่ามีความจำเป็นอยู่ ดังนั้นประเด็นที่น่าจะพิจารณาคือ ความสัมพันธ์ระหว่างข้อเท็จจริงที่ต้องพิสูจน์กับข้อเท็จจริงที่สันนิษฐาน และเนื่องจากข้อสันนิษฐานของกฎหมายในมาตรานี้เป็นข้อสันนิษฐานในกฎหมายอาญา จึงอาจมีอีกประเด็นที่ควรพิจารณาคือ ข้อสันนิษฐานดังกล่าวขัดต่อรัฐธรรมนูญ ซึ่งเป็นหลักสากลที่ห้ามสันนิษฐานไว้ก่อนว่าจำเลยเป็นผู้บริสุทธิ์ จนกว่าศาลจะพิพากษาว่า เขามีความผิดหรือหลักสิทธิมนุษยชนในอันที่บุคคลจะไม่ต้องให้การปรับปรนตนเอง (Right against self-incrimination) หรือไม่ว่า งานเรื่องดังกล่าวศาลสูงสุดของประเทศสหรัฐอเมริกาวางหลักไว้ว่า กฎหมายจะกำหนดข้อสันนิษฐานความผิดของบุคคลได้ก็ต่อเมื่อมีความสัมพันธ์อย่างสมเหตุสมผลระหว่าง ข้อเท็จจริงที่ต้องการพิสูจน์ กับข้อเท็จจริงอันเป็นองค์ประกอบของบทสันนิษฐาน หมายความว่า ถ้ามีข้อเท็จจริงตามข้อสันนิษฐานย่อมเป็นที่แน่นอนแทบปราศจากข้อสงสัยเลยว่า ข้อเท็จจริงที่ต้องการพิสูจน์ (องค์ประกอบความผิด) ย่อมมีอยู่ด้วย เช่น การที่มีกฎหมายบัญญัติว่าการที่จำเลยไปอยู่บริเวณโรงต้มเหล้าเถื่อน ให้สันนิษฐานว่าจำเลยมีส่วนร่วมในการประกอบโรงต้มเหล้าเถื่อน เว้นแต่จำเลยจะพิสูจน์ได้ว่าตนเข้าไปในบริเวณนั้นด้วยเหตุอื่น เป็นบทสันนิษฐานที่ชอบเพราะเมื่อพิจารณาถึงสภาพและสถานที่ตั้งของโรงต้มเหล้าเถื่อนซึ่งอยู่ในที่ลับ และมีการระวังป้องกันจากคนภายนอก จึงมีโอกาสน้อยมากที่จำเลยจะเข้าไปในนั้น โดยมิใช่พวกผู้กระทำความผิด แต่การปรากฏตัวของจำเลยยังไม่พอสันนิษฐานได้ว่า จำเลยเป็นเจ้าของโรงต้มเหล้าเถื่อนนั้น ซึ่งเป็นความผิดอีกฐานหนึ่ง หรือการที่จำเลยมีเฮโรอีนอยู่ในความครอบครองก็สันนิษฐานได้ว่าจำเลยรู้ว่า เฮโรอีนนั้นส่งมาจากนอกประเทศ เพราะในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีการปลูกต้นฝิ่น แต่ถ้าเป็นโคเคน แล้วจับสันนิษฐานนี้ไม่ได้ เพราะมีการผลิตโคเคนในสหรัฐด้วย³ ซึ่งถึงแม้ว่าบทกฎหมายในลักษณะของข้อสันนิษฐานทางอาญาเช่นนี้ ในประเทศไทยจะไม่มีปัญหาหนักหน่วงได้จากคำวินิจฉัยของตุลาการรัฐธรรมนูญที่ได้กล่าวไว้ในคำวินิจฉัยที่ ต 2/2494 ว่า การที่รัฐธรรมนูญกำหนดไว้ว่า ในคดีอาญาทั้งบวงต้องถือว่าผู้ต้องหาหรือจำเลย

³ เรื่องเดียวกัน., หน้า 50.

ม่มีความคิดจนกว่าจะทงจะมีพยานหลักฐานมาหักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าว ดังนั้น กฎหมายที่บัญญัติให้จำเลยเป็นผู้กระทำผิดมีความคิดแต่เบื้องต้นที่เดิยวบทกฎหมายเช่นว่ายอมชัดรัฐธรรมนูญ แต่การที่กฎหมายกำหนดให้โรงทก่น่าสืบข้อเท็จจริงบางประการแล้วจึงสันนิษฐานว่า จำเลยมีความคิดนั้นไม่ชัดต่อรัฐธรรมนูญ อย่างไรก็ตามประเด็นความสัมพันธ์ระหว่างข้อเท็จจริงที่ต้องพิสูจน์กับข้อเท็จจริงที่ต้องสันนิษฐานตามลักษณะของประเทศสหรัฐอเมริกาก็เป็นเรื่องที่ต้องนำมาพิจารณาอย่างมาก เพราะแง่ของการบัญญัติกฎหมายอาญา เพื่อกำหนดขอบเขตความประพฤติของบุคคลโดยกำหนดโทษทางอาญาแก่การฝ่าฝืนจะมีความศักดิ์สิทธิ์ในแง่ของการกำหนดทัตสถาน (Norm) ขึ้นในสังคมนั้น จะต้องมีการบังคับใช้กฎหมายแก่การกระทำนั้น ๆ เมื่อเกิดการกระทำขึ้นอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้ประชาชนเกิดความเกรงกลัวและยับยั้ง (Deter) ไม่กระทำความคิดนั้น โดยเฉพาะกฎหมายอาญาในส่วนของอาชญากรรมทางธุรกิจต้องมีผลในแง่ยับยั้งและป้องกันเพื่อไม่ให้ความเสียหายแก่ประชาชนและต่อเศรษฐกิจของชาติด้วย ดังนั้น หากมีการกำหนด ข้อสันนิษฐานแต่มีการเลือกบังคับใช้เนื่องจากยังต้องพิจารณาจากพฤติการณ์ว่าลักษณะการกระทำก่อความเสียหาย หรือไม่ยอมทำที่กฎหมายขาดความศักดิ์สิทธิ์ ซึ่งหากเปรียบเทียบกับข้อสันนิษฐานตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกาแล้ว จะเห็นว่า ข้อเท็จจริงที่พิสูจน์ได้นั้นมีความเป็นไปได้อย่างมาก ว่าผู้กระทำได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้ผู้อื่นเข้าซื้อขาย ดังนั้นเกี่ยวกับข้อสันนิษฐานเจตนาในการกระทำตามมาตรา 243 (1) ที่อยู่ตามมาตรา 244 (1) (2) และ (3) นั้นผู้เขียนมีข้อเสนอแนะโดยแยกเป็น 2 ประเด็นดังต่อไปนี้

(1) ข้อสันนิษฐานเกี่ยวกับการอำพราง ตามที่ได้กล่าวแล้วว่าการซื้อขายแบบจับคู่โดยรู้เห็นเป็นใจกัน ทั้งในแบบ Washed Sale ตามมาตรา 244 (1) และ แบบ Matching Order ตามมาตรา 244 (2) และ (3) นั้น โดยเฉพาะการกระทำแล้วไม่น่าจะแสดงถึง การอำพรางการรู้เห็นเป็นใจกัน แต่เป็นเพียงการกระทำที่รู้เห็นเป็นใจกัน ดังนั้นข้อเท็จจริงที่ว่าเป็นการอำพรางหรือไม่นั้น เป็นข้อเท็จจริงอีกประการหนึ่ง ซึ่งหากมีการเปิดเผยข้อเท็จจริงดังกล่าว เช่น เป็นการซื้อขายแบบจับคู่หรือเป็นการซื้อขายรายใหญ่ที่มีการประกาศ

ตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ ก็ไม่น่าจะถือว่าเป็นการอำพรางได้เพราะได้มีการเปิดเผยข้อมูลแล้ว ดังนั้น ปัญหาที่ว่า การซื้อขายแบบ Washed Sale หรือ Matching Order จะเป็นการอำพรางหรือไม่ นั้น เป็นเรื่องที่ต้องพิสูจน์ด้วยข้อเท็จจริงอีกประการหนึ่งว่า มีการปิดบังอำพราง การตกลง หรือร่วมกันกระทำการตามมาตรา 244 ดังกล่าวหรือไม่ ซึ่งตามความคิดเห็นของผู้เขียน เห็นว่า ข้อเท็จจริงที่ต้องพิสูจน์ตามมาตรา 244 กับ ข้อเท็จจริงที่ได้รับการสันนิษฐานในส่วนของ การอำพรางนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กันเท่าที่ควร แนวทางการแก้ไขปัญหาดังกล่าวน่าจะทำได้ 2 ทาง กล่าวคือ การตัดข้อสันนิษฐานในส่วนของ การอำพรางออก เนื่องจากการพิสูจน์การอำพราง ไม่ใช่เรื่องยากเพราะ โดยลักษณะของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตลาดประมูล อย่างต่อเนื่อง การไม่อธิบายการกระทำของตนหรือภายในกลุ่มของตนย่อมเป็นการอำพรางอยู่ ณ ตัวเอง หรือแนวทางที่สองคือ กำหนดให้ข้อสันนิษฐานในส่วนนี้ เป็นข้อสันนิษฐานที่ไม่เด็ดขาด โดยเปิดโอกาสให้ผู้กระทำพิสูจน์หักล้างว่า ตนมิได้อำพรางผู้ใดโดยได้เปิดเผยข้อเท็จจริงต่างๆ แล้วอย่างครบถ้วน ซึ่งผู้เขียนคิดว่า แนวทางแรกดูจะเหมาะสมกว่า ทั้งนี้เพราะ ลักษณะการ กระทำตามมาตรา 244 มิได้แสดงถึงการอำพรางการกระทำ โดยจะมีการอำพรางการกระทำ หรือไม่ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงอื่น ๆ เช่น การซื้อขายแบบจับคู่ที่ผู้กรณีได้ตกลงกันมาก่อนจะเข้าทำ การสั่งซื้อซื้อขาย โดยทั้งสองฝ่ายมิได้เปิดเผยถึงการตกลงดังกล่าว การไม่เปิดเผยข้อตกลงดังกล่าวจึงเป็นข้อเท็จจริงที่แสดงถึงการอำพราง มิใช่ตัวการซื้อขายแบบจับคู่

(2) ข้อสันนิษฐานเจตนาพิเศษหรือวัตถุประสงค์ของผู้กระทำว่า เป็นการกระทำ "เพื่อไม่ให้บุคคลทั่วไปหลงผิด" ซึ่งไม่ว่าจะตีความว่าการกระทำตามมาตรา 243 ว่าเป็นการกระทำ ที่ต้องก่อให้เกิดผลคือ "สภาพตลาดที่ผิดปกติ" หรือไม่ผู้กระทำก็ยังคงรับผิดชอบ กล่าวคือ ในกรณี ที่ตีความว่าเป็นการกระทำที่ต้องการผล หากผู้กระทำได้กระทำการตามมาตรา 244 แต่ไม่เกิด ผลคือ "สภาพที่ผิดปกติของตลาด" ผู้กระทำก็ยังคงรับโทษฐานพยายามกระทำความผิดตามมาตรา 243 ประกอบมาตรา 244 อยู่ดี ส่วนในกรณีที่ตีความว่า "สภาพที่ผิดปกติของตลาด" เป็นส่วนหนึ่งของเจตนาพิเศษ ผู้กระทำย่อมมีความผิดในฐานความผิดสำเร็จแล้ว ซึ่งตามที่ได้วิเคราะห์มาข้าง

ต้น จะเห็นว่า เฉพาะแต่การกระทำตามมาตรา 244 เพียงอย่างเดียวไม่น่าจะก่อให้เกิดความรับผิดทางอาญาไม่ว่าในชั้นพยายาม หรือความคิดสำเร็จ โดยแยกพิจารณาเป็น 2 กรณีคือ

ก. มาตรา 244 (1) การซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ (Washed Sale) จะเห็นได้ว่า โดยลักษณะของการกระทำแล้วอาจอยู่ในลักษณะของการทำเจตนาหลงหรือนิติกรรมอำพรางตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เพราะการซื้อขายกับตนเองนั้น เป็นกรณีที่ไม่น่าจะเกิดขึ้นได้ ดังนั้นผู้ที่กระทำขึ้นต้องกระทำเพื่อวัตถุประสงค์อย่างใดอย่างหนึ่ง หากนำมาประกอบกับผลที่เกิดขึ้นจากการกระทำดังกล่าว คือ "สภาพผิดปกติ" ของตลาด (หากตีความว่า "สภาพตลาดที่ผิดปกติ" นี้เป็นผลของการกระทำ) ย่อมน่าจะสันนิษฐานได้ว่า ผู้กระทำมีเจตนาที่จะทำให้อุบลผลทั้งใบหลงผิดในสภาพตลาดเช่นนั้น ข้อสันนิษฐานเช่นนี้ดูสมเหตุสมผล แต่หากพิจารณาในมุมกลับที่ว่า การกระทำดังกล่าวเป็นการกระทำที่ผิดปกติ ซึ่งผู้กระทำต้องกระทำเพื่อเหตุผลอย่างใดอย่างหนึ่งนั้น มีเหตุผลตามข้อสันนิษฐานเพียงประการเดียวเท่านั้นหรือผู้กระทำอาจกระทำโดยเหตุผลอื่นก็ได้ กล่าวอีกนัยหนึ่ง ผู้กระทำควรมีโอกาสพิสูจน์หักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าวหรือไม่ ในเรื่องนี้ตามความคิดเห็นของผู้เขียนเห็นว่า กรณีดังกล่าวถึงแม้โอกาสที่จะกระทำโดยวัตถุประสงค์อื่น นอกจากที่กำหนดในข้อสันนิษฐานอาจจะมีน้อยแต่ก็มี เช่น การซื้อขายเพื่อการบันทึบบัญชีของบริษัท กล่าวคือ บริษัทต้องการปรับปรุงราคาหลักทรัพย์ที่บันทึบบัญชีไว้ ณ ราคาที่ซื้อมาในราคาต่ำแต่ปัจจุบันราคาตลาดสูง จึงทำการขายหลักทรัพย์ให้นาย ก และให้ นาย ก ขายกลับคืนมาที่บริษัทในราคาตลาด (กฎหมายบัญญัติว่า การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ซึ่งในที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อหรือขายนั้น ยังคงเป็นบุคคลคนเดียวกัน ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องเป็นการซื้อขายกับตัวเองโดยตรง) อันจะเห็นได้ว่า วัตถุประสงค์ในการกระทำดังกล่าวอาจเป็นเหตุผลในทางภาษีอากรหรือทางบัญชี ซึ่งไม่ว่าจะเกิดสภาพผิดปกติของตลาดหรือไม่ ผู้กระทำก็ไม่จำเป็นต้องรับผิดไม่ว่าในฐานพยายามกระทำความคิดหรือความคิดสำเร็จ เพราะ ผู้กระทำไม่มีเจตนาทำให้อุบลผลทั้งใบหลงผิด ซึ่งหากมีการเปิดเผยข้อมูลประกอบด้วยยิ่งแสดงให้เห็นว่า ผู้กระทำมิได้มีเจตนาเช่นนั้น ซึ่งหากไม่เปิดโอกาสให้ศาลรับฟังเหตุผลและพยานหลักฐานของผู้กระทำเกี่ยวกับ

วัตถุประสงค์ของการกระทำของตนอาจทำให้มีการลงโทษ ผู้ที่มีผิดกระทำผิดได้

จากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้น ในส่วนของมาตรา 244 (1) นี้ ตามความเห็นของผู้เขียนน่าจะเปิดโอกาสให้ผู้กระทำความผิดพื้นฐานเข้าสู่ชั้นหักล้างได้ และตามที่กล่าวแล้ว ว่าโดยที่ส่วนตัวของผู้เขียน เห็นว่า "สภาพผิดปกติ" ของตลาด ตามมาตรา 243 เป็นส่วนขยายของเจตนาพิเศษมิใช่ผลของการกระทำ ดังนั้น เพื่อป้องกันปัญหาการตีความน่าจะกำหนดว่าการกระทำตามมาตรา 244 ต้องเป็นการกระทำที่มีผลทำให้เกิดสภาวะการซื้อขายผิดปกติด้วย จึงจะเข้าข้อสันนิษฐาน เพื่อให้ชัดเจนยิ่งขึ้น

ข. มาตรา 244 (2) และ (3) การซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order) จะเห็นได้ว่า ตามที่ได้อธิบายไว้ข้างต้นที่ 4 นั้น การซื้อขายแบบจับคู่ที่ไม่มีอพรากการชื้อขายนั้น ไม่น่าจะสรุปได้ว่า ผู้กระทำความผิดเจตนาที่จะทำบุคคลทั่วไปหลงผิด นอกจากนี้ การซื้อขายโดยจับคู่ยังมีโอกาสเกิดขึ้นเป็นปกติในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากผู้กระทำความผิดอพรากการชื้อขาย ซึ่งตามความคิดเห็นของผู้เขียนแล้วการกระทำดังกล่าวไม่อาจแสดงให้เห็นถึงวัตถุประสงค์ของผู้กระทำตามข้อสันนิษฐาน ดังนั้นจึงควรจะต้องปรากฏข้อเท็จจริงอื่นที่แสดงให้เห็นถึงเจตนาที่จะทำบุคคลทั่วไปหลงผิดของผู้กระทำประกอบด้วย เช่น เป็นการกระทำหลายครั้ง และทำให้เกิดสภาพตลาดที่ผิดปกติด้วย เป็นต้น จึงจะสันนิษฐานได้ว่าผู้กระทำความผิดเจตนาเช่นว่า และควรที่จะเปิดโอกาสให้ผู้กระทำความผิดพื้นฐานเข้าสู่ชั้นหักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าวได้ ตามเหตุผลเช่นเดียวกับการซื้อขายแบบ Washed Sale ดังกล่าว

ปัญหาต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นในการบังคับใช้ข้อสันนิษฐานเจตนาตามกฎหมายที่กล่าวมาข้างต้นนี้ เกิดจากการไม่ให้ความสำคัญต่อองค์ประกอบภายใน ซึ่งเป็นสิ่งที่กฎหมายต้องการจะลงโทษ ดังนั้นจึงต้องแก้ไขเน้นให้เห็นถึงความสำคัญในเรื่องดังกล่าว เพื่อที่จะบังคับใช้กฎหมายได้อย่างสม่ำเสมอและเป็นธรรม

3) ข้อเสนอแนะอื่น ๆ

(1) ควรจะมีการกำหนดให้การชักชวนให้บุคคลเข้าซื้อขายหลักทรัพย์โดยการเผยแพร่ข้อมูลว่าราคาหลักทรัพย์ใดจะมีการขึ้นหรือลงเนื่องจากการกระทำของตนเองหรือของผู้อื่นที่ได้กระทำ หรือจะกระทำเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นขึ้นหรือลง เพราะจากลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยส่วนใหญ่ เป็นการซื้อขายตามการขึ้นๆลงๆของผู้ค้ารายใหญ่ หรือที่เรียกว่าเล่นหุ้นตามน้ำ (Herd Effect) และเป็นที่ทราบกันอยู่ทั่วไปว่าในการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์มักจะมีการให้ Hot tips ในลักษณะดังกล่าว เพื่อแนะนำหรือชักชวนซื้อหุ้นตัวใดตัวหนึ่งจากเจ้าหน้าที่ผู้รับคำสั่งซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์ และทิศทางของราคาหลักทรัพย์มักจะเป็นไปตามทิศทางตามที่บริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวให้คำแนะนำ ซึ่งผู้เขียนมีความสงสัยว่า เหตุที่ทิศทางราคาหลักทรัพย์เป็นเช่นนั้น เกิดจากการเผยแพร่ข่าวในลักษณะดังกล่าว หรือเกิดจากการเข้าซื้อของบุคคลอื่น และหากเป็นกรณีแรก การยอมให้มีการกระทำดังกล่าวจะทำให้การสร้างราคาหลักทรัพย์โดยการเผยแพร่ข่าวในลักษณะดังกล่าวประสบความสำเร็จได้ง่ายขึ้น และข่าวในลักษณะดังกล่าวคาบเกี่ยวระหว่างการลงทุน และสร้างราคา เช่น การให้ข่าวว่าเจ้าของหุ้นจะเข้ามาดูแลหุ้นนั้นราคาจะขึ้นเช่นนี้ไม่น่าอนุญาตให้กระทำได้ เป็นต้น

(2) ในกรณีของการซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะ Washed sale และ Matching Order ควรจะกำหนดให้มีการเปิดเผยรายละเอียดและลักษณะของการซื้อขาย และในกรณีที่มีการกระทำมากกว่าหนึ่งครั้งในหนึ่งวัน ควรจะให้มีการเปิดเผยเหตุผลของการซื้อขายของผู้กระทำโดยละเอียด โดยกำหนดหลักเกณฑ์ของผู้ที่ถือว่าเป็น "ผู้มีประโยชน์ร่วมกัน" (ซึ่งจะเป็นข้อแนะนำที่จะกล่าวในข้อเสนอแนะต่อไป) ว่า การกระทำโดยบุคคลนั้นหรือ ผู้มีประโยชน์ร่วมกันจะต้องชี้แจงเหตุผลของการกระทำดังกล่าวก่อนการเข้าซื้อขาย เพื่อเปิดเผยให้นักลงทุนทราบ เพื่อมิให้เกิดความเข้าใจผิด

(3) ในกรณีของการกระทำความคิดตามมาตรา 243 และมาตรา 244 ส่วนใหญ่จะเป็นการกระทำร่วมกันโดยบุคคลหลายคน ซึ่งเดิมในมาตรา 42 จ. ของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 ได้มีบทบัญญัติสันนิษฐานการเป็นตัวการร่วมกัน ในกรณีของ "ผู้มีประโยชน์ร่วมกัน" ซึ่งมีลักษณะเช่นเดียวกับการกำหนดความหมายของผู้มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตาม Rule 10b-6 ของประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งนี้เนื่องจากโดยลักษณะของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ การพิสูจน์ถึงเจตนาร่วมกันในการกระทำความคิดในฐานะตัวการร่วมนั้น ทำได้ค่อนข้างยากเนื่องจากโดยระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศไทย และนานาประเทศเป็นการซื้อขายผ่านนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือบริษัทสมาชิก ซึ่งปัจจุบันเป็นปัญหาในการหาพยานหลักฐานในการพิสูจน์ เช่น ในกรณีคดีของสองวัชรศรีโรจน์ และพวก 11 คน ซึ่งต้องหาพยานหลักฐานเกี่ยวกับแหล่งเงินที่ใช้ในการกระทำการ เป็นต้น

(4) จากการที่เกิดวิกฤตการณ์ที่ก่อให้เกิด ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลายครั้ง และทำให้ต้องมีการพยุงราคาหลักทรัพย์โดยการจัดตั้งกองทุนเพื่อเข้าซื้อขายเพื่อวัตถุประสงค์ดังกล่าวเช่น กองทุนพัฒนาตลาดทุน (Stabilization Fund) ทั้งๆที่ในการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันนี้ มีกลไกที่จะก่อให้เกิดการเคลื่อนไหวราคาที่เป็นระบบอยู่แล้ว นั่นคือ ในแต่ละวันราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงได้ไม่เกินกว่า 10% ของราคาปิดของวันทำการก่อนหน้านั้น หรือช่วงราคาในการเคลื่อนไหวจากราคาหนึ่งไปอีกราคาหนึ่ง ซึ่งทำหน้าที่ในลักษณะเช่นเดียวกับผู้ชำนาญการ (Specialist) ในตลาด New York Stock Exchange (NYSE) ของประเทศสหรัฐอเมริกา แตกต่างกันในจุดที่ผู้ชำนาญการ (Specialist) เป็นบุคคลที่ทำหน้าที่เหมือนกองทุนพยุงราคาหุ้นด้วย แต่เป็นการพยุงในระยะสั้นกว่า ในขณะที่ช่วงราคาและเพดานการปรับตัวของราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์เป็นเพียงกฎเกณฑ์ที่ชะลอการปรับราคาหลักทรัพย์เท่านั้น มิได้ซื้อเมื่อเกิดแนวโน้มขายและมิได้ขายเมื่อเกิดแนวโน้มซื้อ หรือที่เรียกว่า Trading against trend และความแตกต่างนี้เอง ที่ทำให้กลไกในการลด

ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์โดยอาศัยเทคนิคและช่วงราคา ไม่สามารถพุงราคาหลักทรัพย์ในกรณีที่เกิดความผันผวนมาก ๆ ได้ นอกจากนี้ การแก้ไขปัญหาการขาดสภาพคล่องของหุ้นที่เข้าตลาดใหม่ โดยการทำตลาด (Market Making) ซึ่งปัจจุบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเอง ก็รู้และยอมรับว่ามีการกระทำดังกล่าว โดยที่การที่ผู้บริหาร หรือ บริษัทสبونเซอร์เข้ามาดูแลหุ้นนั้น เป็นสิ่งที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ติดตามอยู่ตลอดเวลาอย่างใกล้ชิด และเป็นที่ยอมรับได้หากเห็นว่าเป็นการเข้ามาซื้อขายโดยมีเจตนาให้เกิดสภาพคล่องจริง ๆ ไม่ใช่การเข้ามาทำราคา⁴ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า การเข้ามาทำตลาดได้มีขึ้นในประเทศไทยเป็นปกติ และรวมไปถึงการรักษาระดับราคาหุ้นด้วย ซึ่งสิ่งเหล่านี้มีมาตรการสร้างราคาที่มีผิดกฎหมาย และในประเทศสหรัฐอเมริกาการปฏิบัติหน้าที่ในลักษณะดังกล่าว อยู่ภายใต้ระบบการควบคุมแบบการของอนุญาต (Licensing) ซึ่งทำให้สามารถควบคุม และลงโทษโดยการดำเนินการตามดุลพินิจ (Disciplinary Proceeding) โดย SEC และ SROs ต่าง ๆ ได้ หรือการกำหนดขอบเขตของการกระทำที่ชัดเจนเช่น Rule 10b 7 เพื่อควบคุมการกระทำดังกล่าวที่มีลักษณะคาบเกี่ยวกับการสร้างราคาหุ้นที่มีผิดกฎหมาย แต่เป็นสิ่งที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ตลาดที่ควรอนุญาตให้ทำได้ โดยกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลให้นักลงทุนทั่วไปทราบเพื่อมิให้เกิดการหลงผิดด้วย

อย่างไรก็ดี การแก้ไขปัญหาการฉ้อฉล และสร้างราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์นั้นมาตรการทางกฎหมายเป็นเพียงองค์ประกอบหรือเครื่องมือประการหนึ่งเท่านั้น และวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มุ่งที่จะวิเคราะห์วิจัยถึงด้วยทฤษฎีในเรื่งดังกล่าวที่มีอยู่เท่านั้น ผลของการวิจัยบทสรุปและข้อเสนอแนะของวิทยานิพนธ์นี้คงไม่สามารถแก้ไขปัญหา และจัดการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นทั้งหมดไปได้ การแก้ปัญหาดังกล่าวจะต้องประกอบด้วยหลาย ๆ

4 บทสัมภาษณ์หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ, สุวิชา มิ่งขวัญ, ผู้อำนวยการฝ่ายบริษัทสมาชิกร, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วันที่ 10 พฤษภาคม 2535.

ส่วนประกอบกัน เช่น ปัญหาของการสร้างราคาอาจแก้ไขได้โดยการกระจายการถือครองให้มากขึ้นและ การส่งเสริมให้นักลงทุนประเภทสถาบันที่ลงทุนเป็นอาชีพที่มีการวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ให้มากขึ้น เนื่องจากโดยกลไกของตลาดหลักทรัพย์จะทำให้ความพยายามในการสร้างราคาหลักทรัพย์ประสบความล้มเหลว เพราะเมื่อพิจารณาในแง่ของทฤษฎีราคา (Theory of Price) ในตลาดแข่งขันเสรีเมื่อราคาหลักทรัพย์มีการทำราคาสูงขึ้นเกินกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น นักลงทุนสถาบันเหล่านี้ที่รู้ข้อมูลเพียงพอย่อมขายหลักทรัพย์นั้นออกมาเพื่อทำกำไร ในขณะที่หากราคาปรับตัวลดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ นักลงทุนเหล่านี้ก็จะเข้าซื้อเพื่อทำกำไร ราคาไม่ลดต่ำกว่ามูลค่า ทั้งนี้เพราะการสร้างราคาไม่อาจเกิดขึ้นแบบ Infinite Horizon คือการเพิ่มสูงขึ้นหรือลดต่ำลงตลอดไป เพราะหากเป็นเช่นนั้น คงต้องอนุญาตให้มีการกระทำการสร้างราคา เพราะย่อมเกิดแต่ผลดีทั้งผู้ลงทุนและผู้สร้างราคา แต่ราคาหลักทรัพย์มีลักษณะเป็น Finite Horizon มากกว่า หมายความว่า การสร้างราคาจะสามารถกระทำได้ในช่วงระยะเวลาที่จำกัด แล้วกลไกของตลาดเสรีก็จะทำการปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติ ดังนั้น การกระจายการถือครองหลักทรัพย์ การเน้นความเป็นตลาดหุ้นที่มีคุณภาพ ที่มีสภาพคล่องที่พอดี ตลอดจนทัศนคติในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แท้จริง โดยการวิเคราะห์ข้อมูล และการจัดให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วนและรวดเร็วล้วนแล้วแต่เป็นสิ่งที่จะช่วยแก้ปัญหาในเรื่องดังกล่าวได้

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย